

332.6
Plt
u e.1

**KAJIAN TERHADAP RESIKO SISTEMATIS SAHAM
DENGAN MENGGUNAKAN INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN
DAN INDEKS LQ45 DI BURSA EFEK JAKARTA
(Studi Kasus Terhadap Saham-Saham Yang Masuk Dalam
Perhitungan Indeks LQ 45)**

Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen
Universitas Diponegoro
untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen



Nama : Bima Putra
N I M : C4A098128

Program Studi Magister Manajemen
Program Pascasarjana
Universitas Diponegoro
Tahun 2001



SERTIFIKAT

Saya, BIMA PUTRA, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa thesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Bima Putra
Tanggal : 6 Juli 2001

Tesis berjudul

**KAJIAN TERHADAP RESIKO SISTEMATIS SAHAM
DENGAN MENGGUNAKAN INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN
DAN INDEKS LQ45 DI BURSA EFEK JAKARTA**

yang dipersiapkan dan disusun oleh :
Bima Putra

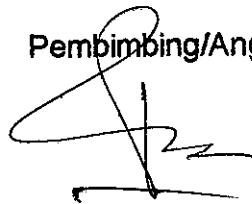
Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal Juli 2001
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama/Ketua



Ketua : Drs. Basuki Suwardo, MS

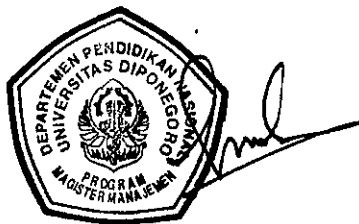
Pembimbing/Anggota



Drs. Prasetiono, MSi

Semarang, Juli 2001
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program



Prof. DR. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

Recently, many research about single indeks model were conducted by using JCI (Jakarta Composite Index) return and LQ 45 Index return as market return proxy. This might be happened because researcher still debating about Indonesian stock market proxy problem especially on Jakarta Stock Exchange (JSX). They still assume that JCI more appropriate as stock market return, but on the other hand some of those researchers assume that LQ 45 Index more appropriate as stock market return.

The objective of this research are to scrutinize the blue chip stocks systematic risk by using single index model to predict beta. JCI and LQ 45 index has been used in this research to conclude which index more appropriate to representing the stock market condition. 38 stocks had been obtained as a sample in this research by using purposive sampling method.

Based on analysis result, it found that all stocks which became a sample in this research were influenced significantly by market return both represented by JCI or LQ 45 index. Hence this research found that LQ 45 index more appropriate to represent the market movement than JCI.

ABSTRAKSI

Selama ini banyak penelitian mengenai model indeks tunggal yang menggunakan *return* IHSG maupun *return* Indeks LQ 45 sebagai proksi dari *return* pasar. Hal itu dapat terjadi karena para peneliti masih memperdebatkan masalah proksi pasar saham Indonesia terutama di Bursa Efek Jakarta. Di satu pihak menganggap bahwa IHSG lebih tepat digunakan sebagai proksi pasar saham, namun di lain pihak ada anggapan bahwa Indeks LQ 45 dirasakan lebih mewakili pasar saham.

Penelitian ini berusaha untuk melakukan kajian mengenai resiko sistematis saham unggulan dengan menggunakan model indeks tunggal untuk memprediksi beta saham. *Return* pasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* IHSG dan *return* LQ 45. Hal ini dilakukan agar dapat diketahui lebih lanjut mengenai indeks harga saham mana yang lebih tepat digunakan sebagai wakil dari pasar saham. Sampel dalam penelitian ini adalah saham-saham unggulan yang masuk dalam dua kali periode perhitungan Indeks LQ45.

Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan ditemukan bahwa semua saham yang menjadi sampel dalam penelitian ini dipengaruhi oleh pasar yang diwakili oleh baik IHSG maupun Indeks LQ 45. Meskipun demikian diperoleh kesimpulan bahwa ternyata Indeks LQ 45 memiliki tingkat kesalahan prediksi yang lebih kecil dibandingkan IHSG, oleh sebab itu Indeks LQ 45 dapat dikatakan lebih tepat digunakan untuk mewakili pasar saham.

KATA PENGANTAR

Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang, disamping manfaat yang mungkin dapat disumbangkan dari hasil penelitian ini kepada pihak yang berkepentingan.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian, pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna, oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik, dan segala bentuk pengarahan dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Banyak pihak yang telah dengan tulus hati memberi bantuan, baik itu melalui kata-kata ataupun nasihat serta semangat untuk menyelesaikan penulisan tesis ini. Pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih disertai penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Bapak Drs. Basuki Suwardo, MS., sebagai dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
2. Bapak Drs. Prasentiono, MSi., selaku dosen pembimbing yang telah menuntun dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan thesis ini.
3. Para staf pengajar Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang yang melalui kegiatan belajar mengajar telah memberikan suatu dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.

4. Ayah dan Ibu yang selalu memberikan dukungan dan kasih sayang kepada penulis baik dalam suka maupun duka.
5. Rekan-rekan kuliah angkatan X pagi kelas C yang selalu memberikan dukungan moril dan materiil.
6. Para staf administrasi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di MM Undip.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan. Akhir kata, teriring harapan semoga tesis ini dapat bermanfaat meskipun penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna.

Penulis

DAFTAR ISI

Halaman

Halaman Judul		i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis		ii
Halaman Pengesahan		iii
Abstract		iv
Abstraksi		v
Kata Pengantar		vi
Daftar Tabel		x
Daftar Gambar		xi
Daftar Lampiran		xii
BAB I PENDAHULUAN		
1.1. Latar Belakang		1
1.2. Perumusan Masalah.....		6
1.3. Tujuan Penelitian dan Kegunaan Penelitian.....		7
1.3.1. Tujuan Penelitian.....		7
1.3.2. Kegunaan Penelitian.....		8
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS		
2.1. Telaah Pustaka.....		9
2.1.1. Pengertian dan Fungsi Pasar Modal.....		9
2.1.2. Saham.....		10
2.1.3. Teknik Analisis Surat Berharga.....		11
2.1.4. Resiko Saham.....		13
2.1.5. <i>Single Index Model</i>		14
2.1.6. Indeks Harga Saham.....		16
2.2. Penelitian Terdahulu.....		19
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis.....		23
2.4. Hipotesis.....		24
2.5. Definisi Operasional Variabel.....		26
BAB III METODE PENELITIAN		
3.1. Jenis dan Sumber Data.....		29
3.2. Populasi dan Sampling.....		30
3.3. Metode Pengumpulan Data.....		31
3.4. Teknik Analisis.....		32
BAB IV GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN		
4.1. Perkembangan Pasar Modal Indonesia Periode Satu Dekade Pertama.....		35
4.2. Perkembangan Pasar Modal Indonesia Pasca Deregulasi...		37
4.3. Perkembangan Pasar Modal Indonesia Periode Swastanisasi.....		39

4.4. Gambaran Umum Sampel.....	42
4.4.1. Profil Saham Yang Menjadi Sampel Penelitian.....	42
4.4.2. Profil Indeks Harga Saham.....	44

BAB V

PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

5.1. Analisis Resiko Sistematis Saham Dengan Menggunakan <i>Return IHSG Sebagai Proxy Return Pasar Saham</i>	47
5.2. Analisis Resiko Sistematis Saham Dengan Menggunakan <i>Return LQ45 Sebagai Proxy Return Pasar Saham</i>	51
5.3. Uji Beda <i>Return IHSG</i> dan <i>Return LQ45</i>	55
5.4. Uji Beda Koefisien Beta IHSG dan Koefisien Beta LQ 45	56

BAB VI

PENUTUP

6.1. Kesimpulan.....	58
6.2. Implikasi Penelitian.....	59
6.3. Saran.....	60

DAFTAR TABEL

TABEL	Halaman
3.1. Emiten Yang Menjadi Sampel Untuk Penelitian.....	31
4.1. Perkembangan Bursa Efek Jakarta 1994-1997.....	40
4.2. Perkembangan Volume dan Nilai Perdagangan di Bursa Efek Jakarta.....	41
4.3. Proporsi Volume Perdagangan Domestik dan Asing di Bursa Efek Jakarta.....	41
4.4. Proporsi Nilai Perdagangan Saham Asing dan Domestik di Bursa Efek Jakarta.....	42
4.5. Statistika Deskriptif <i>Return</i> Saham Yang Menjadi Sample Penelitian.....	43
4.6. Statistika Deskriptif Indeks Harga Saham Gabungan dan Indeks LQ45.....	45
5.1. Hasil Analisis Regresi <i>Return</i> IHSG Terhadap <i>Return</i> Saham...	50
5.2. Hasil Analisis Regresi <i>Return</i> LQ 45 Terhadap <i>Return</i> Saham...	54
5.3. Hasil Uji Beda <i>Return</i> IHSG dan <i>Return</i> LQ 45.....	55
5.4. Hasil Uji Beda Koefisien Beta IHSG dan Koefisien Beta LQ 45	56

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	24
4.1. Pergerakan IHSG Selama Tahun 1999.....	45
4.2. Pergerakan Indeks LQ 45 Selama Tahun 1999.....	46

DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN 1. Hasil Output Perhitungan Beta Dengan IHSG

LAMPIRAN 2. Hasil Output Perhitungan Beta Dengan Indeks LQ45

LAMPIRAN 3. Hasil Uji Beda Return dan Beta

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Kehadiran pasar modal sebagai salah satu wahana alternatif investasi yang bermunculan saat ini tidak dapat dihindarkan lagi. Fungsi pasar modal sebagai mediator dapat ditinjau dari 2 pihak, yaitu antara pihak perusahaan yang memerlukan modal / dana, pasar modal dapat digunakan sebagai wahana sumber untuk perolehan dana., sedangkan ditinjau dari sisi pemodal / investor maka kehadiran pasar modal dapat digunakan sebagai sarana untuk menyalurkan dananya sebagai kegiatan investasi untuk memperoleh hasil sebagai kembalian investasi, dalam bentuk peningkatan nilai modal (*capital gain*) ataupun laba hasil usaha yang dibagikan (*dividend*) untuk investasi di pasar modal (bursa efek) dan bunga (*coupon*) untuk investasi di pasar obligasi.

Keberhasilan program pemerintah dalam memasyarakatkan pasar modal (bursa efek) dinilai berhasil menghidupkan aktivitas bursa tersebut di Indonesia. Peran serta pemerintah ini dilakukan karena pemerintah juga menyadari bahwa laju pertumbuhan pembangunan yang pesat di Indonesia ini perlu didukung oleh sumber dana yang memadai. Oleh karena itu pemerintah berusaha menggalakkan penerimaan dana pembangunan yang berasal dari masyarakat. Pada TAP MPR no. 11/MPR/ 1998 yang berbunyi

“Pengerahan dana-dana tabungan masyarakat melalui Lembaga Keuangan termasuk Lembaga Perbankan, Lembaga Keuangan Bukan Bank dan Pasar

Modal, ditingkatkan dalam bentuk deposito, penerbitan surat berharga dan jenis tabungan lainnya. Pengembangan pasar modal perlu ditingkatkan agar tercapai pemerataan pemilikan usaha, disamping sebagai sumber pembiayaan dalam negeri. Selanjutnya perlu ditingkatkan efektivitas dan efisiensi Lembaga Keuangan”.

Dalam TAP MPR tersebut dapat diketahui bahwa salah satu pengalokasian dana masyarakat melalui lembaga-lembaga keuangan dapat terwujud melalui peningkatan penerbitan surat berharga. Hal ini dimaksudkan agar tercipta pemerataan kepemilikan usaha. Untuk menunjang hal tersebut pemerintah telah mengeluarkan paket-paket deregulasi maupun debirokratisasi sehingga bisa menciptakan pasar modal yang efektif dan efisien.

Contoh paket kebijakan yang membawa angin segar bagi pasar modal di Indonesia adalah Pakto 88 yang menetapkan adanya pembebanan pajak atas bunga deposito sebesar 15% dan ditetapkannya *legal lending limit* / Batas Maksimum Pemberian Kredit. Dengan adanya paket kebijakan tersebut banyak perusahaan yang mulai melirik pasar modal sebagai alternatif sumber pendanaan dan pihak yang memiliki kelebihan dana mulai memperhatikan pasar modal sebagai alternatif investasi. Dari keadaan pada akhir tahun 1989 jumlah perusahaan yang tercatat / listing di Bursa Efek Jakarta sejumlah 57 perusahaan, pada akhir tahun 1990 berkembang menjadi 123 perusahaan tercatat dan kini hingga medio 1997 terdapat 265 perusahaan yang mencatatkan diri di Bursa Efek Jakarta. Dan dari Indeks Harga Saham Gabungan akhir tahun 1989 sebesar 399,690 naik menjadi 417,888 pada akhir tahun 1990 dan hingga akhir Juli 1997 mencapai angka indeks 641,283. Demikian pula dengan kapitalisasi pasar terus mengalami peningkatan dari Rp. 4.358,50 milyar pada akhir tahun 1989, menjadi Rp 12.440 milyar pada akhir

tahun 1990 dan pada awal Juli 1997 menjadi Rp 259,661 trilyun. Hal ini menunjukkan bahwa semakin dinamisnya kondisi Bursa Efek yang terdapat di Indonesia saat ini.

Kemarakan yang terjadi di bursa telah banyak memberikan keuntungan yang tidak sedikit jumlahnya bagi pelaku yang terlibat di dalamnya. Namun tidak sedikit pula pelaku yang mengalami kerugian dalam aktivitasnya di bursa. Hal tersebut terjadi karena adanya resiko yang melekat pada setiap alternatif / pilihan investasi tidak terkecuali di pasar modal.

Keputusan investasi menyangkut masalah penggunaan dana, yaitu berkaitan dengan dana yang dimiliki oleh perusahaan / seseorang akan diinvestasikan. Penggunaan dana dilihat dari dimensi waktu sering dibedakan menjadi investasi jangka pendek dan investasi jangka panjang. Namun dari kedua jenis investasi ini secara umum mempunyai kesamaan yaitu adanya tingkat keuntungan yang disyaratkan dengan memperhatikan resiko yang akan ditanggung oleh investor di dalam menetapkan suatu keputusan investasi.

Investor dalam melakukan investasi berharap memperoleh hasil / *return* dalam bentuk *dividend* dan *capital gain*. Di samping memperoleh *return* tersebut perlu pula dipertimbangkan resiko yang berkaitan dengan kepemilikan suatu saham. Investasi pada saham dinilai mempunyai tingkat resiko yang lebih besar dibandingkan dengan alternatif investasi lain seperti obligasi, deposito, tabungan, karena investasi pada saham bersifat tidak pasti.

Hampir semua kesempatan investasi mempunyai resiko. Resiko ini biasanya ditunjukkan oleh besarnya *variance* sebagai alat untuk mengukur total

resiko. Namun dalam teori portofolio modern, resiko yang terdapat pada suatu saham terdiri dari dua resiko, yaitu: resiko sistematis dan resiko yang tidak sistematis. Para investor yang bersifat tidak menyukai resiko cenderung akan lebih memperhatikan resiko yang sistematis daripada resiko yang tidak sistematis. Hal ini dikarenakan resiko yang sistematis tidak bisa dihilangkan melalui diversifikasi saham (Suad Husnan, 1996). Bagi para investor, yang menjadi masalah adalah justru dalam mengukur besarnya resiko dari suatu surat berharga. Resiko yang menjadi perhatian para investor adalah resiko sistematis yaitu resiko yang dipengaruhi pasar secara keseluruhan atau perekonomian makro. Contohnya adalah kebijaksanaan pemerintah, kurs valuta asing, tingkat suku bunga, politik dan lain-lain (Jones, 1996). Ukuran dari resiko sistematis ini disebut dengan β (beta) yang merupakan suatu koefisien yang menunjukkan kepekaan tingkat keuntungan suatu saham (R_i) terhadap perubahan tingkat keuntungan indeks pasar (R_m).

Suad Husnan (1996) menyatakan bahwa tingginya angka β menunjukkan sangat pekanya pengaruh perubahan pasar terhadap perubahan harga saham individual yang sekaligus menunjukkan tingkat sensitivitas perubahan $E(R_i)$. Saham dengan beta lebih besar 1,0 merupakan saham yang peka terhadap perubahan pasar. Sedangkan saham dengan beta lebih kecil 1,0 merupakan saham yang tidak peka terhadap perubahan pasar. Investasi pada seluruh saham merupakan investasi pada portofolio pasar, karena itu betanya adalah 1,0 yang dihubungkan dengan *Security Market Line* (SML). Persamaan keseimbangan tersebut hanya diperoleh apabila portofolio pasar dalam keadaan efisien yang diformulasikan ke dalam bentuk *market index*. Kendala yang dialami oleh model

ini adalah diperlukan adanya portofolio yang efisien sebagai *market index*, sehingga perlu dijamin bahwa indeks pasar yang akan dipakai sebagai *proxy* harus benar-benar efisien.

Bahkan secara lebih rinci disebutkan bahwa kalau dilakukan pengamatan, maka akan tampak bahwa pada saat pasar membaik yang ditunjukkan oleh indeks pasar yang tersedia, harga saham-saham individual juga meningkat. Demikian sebaliknya pada saat pasar memburuk maka harga saham-saham akan turun harganya. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat keuntungan suatu saham nampaknya berkorelasi dengan perubahan pasar. Kalau perubahan pasar dinyatakan sebagai tingkat keuntungan suatu saham maka tingkat keuntungan suatu saham dinyatakan sebagai berikut $R_i = \alpha_i + \beta_i R_m$, dimana R_i adalah tingkat keuntungan saham i , α adalah resiko tidak sistematis dan R_m adalah tingkat pengembalian pasar yang dapat diperoleh dengan menggunakan IHSG ataupun LQ45 sebagai *proxy* pasar.

Suad Husnan, dalam Harianto dan Sudomo (1998) menyebutkan bahwa keadaan pasar modal di Indonesia (dalam hal ini adalah Bursa Efek Jakarta) mungkin diwakili oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau Indeks LQ45. Bahkan secara tegas Jogiyanto Hartono dan Surianto (1999) dalam penelitiannya menyatakan bahwa beta pasar saham yang dihitung dengan IHSG sebagai *proxy* pasar merupakan beta pasar yang bias karena terjadi pada pasar yang tipis (pasar di mana terjadi transaksi yang kecil jumlahnya). Lebih lanjut, R. Agus Sartono dan Sri Zuliati (1998) menyebutkan bahwa IHSG sebagai wakil dari pasar memiliki banyak kelemahan karena kurang mencerminkan kondisi pasar yang

sesungguhnya, dan Indeks LQ45 dipandang lebih mencerminkan kondisi pasar saham. Oleh sebab itu *return* LQ45 dipandang lebih mewakili *return* pasar dan seringkali digunakan sebagai *regressor* untuk menghitung beta pasar.

Namun Ricky Harsono (1999) menyatakan bahwa pergerakan indeks LQ45 tidak dapat menjelaskan pergerakan pasar saham secara keseluruhan. Tidak sedikit penelitian-penelitian yang masih menggunakan IHSG sebagai *regressor* untuk menghitung beta pasar di antaranya Suad Husnan dan Suwardi Hermanto (1998), Johnson, Kusnadi dan Soenen (1995). Perbedaan-perbedaan pendapat mengenai / *proxy* / wakil pasar yang tepat guna mewakili kondisi pasar modal di Indonesia terutama Bursa Efek Jakarta menjadi hal yang mendorong dilakukannya penelitian ini. Penelitian ini akan mengkaji mengenai resiko sistematis yang diperoleh dengan menggunakan IHSG dan indeks LQ 45 sebagai wakil pasar kemudian akan dicari mana yang lebih baik di antara keduanya untuk mewakili kondisi pasar saham di Indonesia.

1.2. Perumusan Masalah

Kontroversi menyangkut penggunaan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Indeks LQ45 untuk menghitung *return* pasar telah menjadi permasalahan yang perlu untuk dikaji lebih lanjut guna memperoleh wakil yang tepat untuk mencerminkan kondisi pasar modal Indonesia. Hal ini penting untuk dilakukan karena untuk menghitung nilai beta pasar yang baik diperlukan adanya *proxy* pasar saham yang baik.

Berdasarkan hal tersebut di atas, maka dirumuskan permasalahan sebagai

berikut:

1. Seberapa besar nilai resiko sistematis suatu saham yang diukur dari besarnya nilai beta bila digunakan *return* IHSG sebagai *proxy* untuk menghitung *return* pasar saham?
2. Seberapa besar nilai resiko sistematis suatu saham yang diukur dari besarnya nilai beta bila digunakan *return* indeks LQ45 sebagai *proxy* untuk menghitung *return* pasar saham?
3. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* pasar dengan menggunakan *proxy* IHSG dan indeks LQ45?
4. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara resiko sistematis yang diukur dengan koefisien beta IHSG dengan koefisien beta indeks LQ45?

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Berikut ini adalah tujuan dari penelitian ini:

1. Untuk mengetahui besarnya nilai resiko sistematis suatu saham yang diukur dari besarnya nilai beta bila digunakan *return* IHSG sebagai *proxy* untuk menghitung *return* pasar saham.
2. Untuk mengetahui besarnya nilai resiko sistematis suatu saham yang diukur dari besarnya nilai beta bila digunakan *return* indeks LQ45 sebagai *proxy* untuk menghitung *return* pasar saham.
3. Untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* pasar dengan menggunakan *proxy* IHSG dan indeks LQ45.

4. Untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan yang signifikan antara resiko sistematis yang diukur dengan koefisien beta IHSG dengan koefisien beta indeks LQ45.

1.3.2. Kegunaan Penelitian

Adapun kegunaan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi investor, penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam membentuk strategi investasi dan referensi berupa implikasi kebijakan untuk melakukan investasi di pasar modal.
2. Bagi peneliti yang tertarik untuk melakukan kajian di bidang pasar modal, diharapkan penelitian ini dapat menjadi landasan pijak untuk penelitian berikutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Pengertian dan Fungsi Pasar Modal

Pasar modal sebagai alternatif penghimpunan dana selain sistem perbankan. Bank-bank menghimpun dana dari masyarakat dan kemudian disalurkan kepada pihak-pihak yang memerlukan dana sebagai kredit. Sehingga perusahaan-perusahaan yang akan melakukan ekspansi usaha dapat memperoleh dana tersebut dalam bentuk kredit. Dalam teori keuangan dijelaskan bahwa adanya batasan dalam menggunakan hutang. Keterbatasan tersebut diindikasikan dari *debt to equity ratio* perusahaan yang terlalu tinggi, yang mengakibatkan biaya modal perusahaan yang meningkat. Bila sudah mencapai batasan tersebut, perusahaan akan terpaksa menahan diri untuk memperluas usahanya kecuali jika bisa mendapatkan dana dalam bentuk modal sendiri (*equity*). Hal tersebut bisa diatasi dengan adanya pasar modal yang memungkinkan perusahaan menerbitkan sekuritas berupa surat tanda hutang (obligasi) dan surat tanda kepemilikan (saham).

Menurut Suad Husnan (1994), Pasar Modal adalah pasar dari berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi) maupun modal sendiri (saham) yang diterbitkan pemerintah dan perusahaan swasta.

Pada dasarnya fungsi pasar modal sebagai wahana demokratisasi pemilikan saham yang ditunjukkan dengan semakin banyaknya institusi dan individu yang

memiliki saham perusahaan yang telah *go public*. Untuk lebih meningkatkan fungsi tersebut, pemerintah secara terus menerus memberikan dukungan yang nyata dalam pengembangan pasar modal. Pemerintah melalui Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Adapun sasaran yang hendak dituju adalah untuk menciptakan kerangka hukum yang kokoh di bidang pasar modal, meningkatkan transparansi dan menjamin perlindungan terhadap pemodal dan masyarakat luas, selain itu juga untuk meningkatkan profesionalisme para pelaku, dan menciptakan sistem perdagangan yang aman, efisien, dan likuid, serta membuka kesempatan berinvestasi bagi pemodal kecil.

2.1.2. Saham

Diantara surat-surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal, saham biasa (*common stock*) adalah yang paling dikenal di kalangan masyarakat. Secara sederhana, saham dapat didefinisikan sebagai berikut : “Saham adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan atau pemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan”.

Menurut Elton & Gruber (1995), saham adalah menunjukkan hak kepemilikan pada keuntungan dan aset dari sebuah perusahaan. Makna “surat berharga” adalah sesuatu yang mempunyai nilai dan tentunya dapat diperjualbelikan. Elton dan Gruber (1995) membagi nilai saham berdasarkan fungsinya menjadi tiga jenis yaitu :

- *Par Value* (Nilai Nominal). Nilai nominal suatu saham adalah nilai yang tercantum pada saham yang bersangkutan yang berfungsi untuk tujuan akuntansi.

- **Base Price** (Nilai / harga dasar)

Harga dasar suatu saham baru merupakan harga perdananya. Sehingga nilai dasar merupakan hasil perkalian antara harga dasar dengan jumlah saham yang diterbitkan.

- **Market Price** (Nilai / harga pasar)

Harga pasar merupakan harga yang paling mudah ditentukan karena harga pasar merupakan harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung. Jadi harga pasar inilah yang menyatakan naik turunnya suatu saham. Jika harga pasar ini dikalikan dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding shares*) maka akan didapatkan *market value*.

Persentase kepemilikan ditentukan oleh besarnya persentase jumlah saham terhadap keseluruhan saham perusahaan. Seseorang yang memiliki saham suatu perusahaan dapat dikatakan sebagai pemilik perusahaan walaupun jumlah sahamnya hanya beberapa lembar. Pemegang saham mempunyai hak dan tanggung jawab seperti halnya seorang pemilik perusahaan. Mereka mempunyai hak untuk menentukan arah dan kebijaksanaan umum perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Tentunya hak mereka dibatasi oleh persentase jumlah saham yang mereka miliki karena berlakunya prinsip "*one share on vote*".

2.1.3. Teknik Analisis Surat Berharga

Pengambilan keputusan investor untuk melakukan investasi pada saham selalu mempertimbangkan faktor kembalian (*return*) dan resiko. Analisis saham

dibutuhkan untuk menentukan kelas resiko dan kembalian surat berharga sebagai dasar keputusan investasi. Analisis tersebut dilakukan dengan dasar sejumlah informasi yang diterima investor atas suatu jenis saham tertentu. Keputusan investasi akan berbeda apabila merupakan hasil analisis yang berbeda, dari susunan informasi yang berbeda, selama dengan kondisi yang berbeda dan preferensi resiko yang relevan untuk berbagai investor.

Francis (1983) mengemukakan dua pendekatan dalam penilaian sekuritas, yaitu *fundamental approach* dan *technical approach*. *Fundamental approach* merupakan teknik analisis saham yang mempelajari tentang keuangan mendasar dan fakta ekonomi dari perusahaan sebagai langkah penilaian nilai saham perusahaan. Asumsi yang digunakan adalah harga saham yang terjadi merupakan refleksi dari informasi mengenai saham tertentu. Hal ini terjadi apabila efisiensi pasar modal sekurang-kurangnya dalam bentuk semi kuat. *Technical approach* merupakan teknik analisis saham yang dilakukan dengan menggunakan data historis mengenai perkembangan harga saham dan volume perdagangan saham dalam pola grafik, dan kemudian digunakan sebagai model pengambilan keputusan. *Supply* dan *demand* akan digunakan untuk memprediksi tingkat harga mendatang dan pergerakannya. Asumsi pada pendekatan ini adalah bahwa harga saham merupakan refleksi masa lalu, sehingga model pasar yang pernah terjadi akan berulang. Pendekatan ini dapat diterapkan pada pasar modal yang memiliki efisien bentuk lemah.

2.1.4. Resiko Saham

Bodie, Kane dan Marcus (1996) dalam Subiyanto (2000) menyatakan bahwa resiko diartikan sebagai *uncertainty about future rate of return* atau sebagai adanya ketidakpastian antara keuntungan yang diharapkan dengan keuntungan nyata yang diterima.

Suad Husnan (1997) menyatakan bahwa resiko dalam teori portofolio didefinisikan sebagai deviasi standar tingkat keuntungan ($=\sigma$). Hal ini disebabkan karena deviasi standar menunjukkan seberapa jauh kemungkinan nilai yang diperoleh menyimpang dari nilai yang diharapkan. Semakin besar nilai deviasi standar semakin besar kemungkinan nilai riil menyimpang dari yang diharapkan, yang berarti semakin tinggi resikonya. Sedangkan nilai yang diharapkan merupakan rata-rata atau *mean*. Tingkat keuntungan yang diharapkan diberi notasi $E(R)$.

Resiko yang terdapat pada suatu saham terdiri dari dua resiko, yaitu: resiko sistematis dan resiko yang tidak sistematis. Para investor yang bersifat tidak menyukai resiko cenderung akan lebih memperhatikan resiko yang sistematis daripada resiko yang tidak sistematis. Hal ini dikarenakan resiko yang sistematis tidak bisa dihilangkan melalui diversifikasi saham (Suad Husnan 1996). Resiko sistematis dipengaruhi oleh perubahan kondisi perekonomian dan kondisi politik, yang jelas mempengaruhi semua saham. Ukuran dari resiko sistematis ini disebut dengan β (beta) yang merupakan suatu koefisien yang menunjukkan kepekaan tingkat keuntungan suatu saham terhadap perubahan tingkat keuntungan indeks pasar. Resiko yang tidak sistematis adalah bagian dari resiko total saham yang

secara unik berhubungan dengan kondisi perusahaan atau industri. Perubahan-perubahan seperti pemogokan buruh, kesalahan manajemen, penemuan baru, pergeseran selera konsumen, kampanye iklan dan peraturan-peraturan baru dapat menyebabkan variabilitas tingkat keuntungan secara tidak sistematis pada suatu perusahaan. Resiko ini dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio yang efisien. Resiko yang tidak sistematis akan berkurang dengan tingkat yang makin kecil ke arah nol pada saat saham yang dipilih secara acak ditambah pada portofolio.

2.1.5. *Single Index Model*

Single index model didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar. Secara khusus dapat diamati bahwa kebanyakan saham cenderung mengalami kenaikan harga jika indeks harga saham naik. Kebalikannya juga benar, yaitu jika indeks harga saham turun kebanyakan saham mengalami penurunan harga, hal ini menyarankan bahwa *return-return* dari sekuritas mungkin berkorelasi dengan adanya reaksi umum (*common response*) dari suatu sekuritas dan *return* dari indeks pasar yang umum dapat dituliskan sebagai hubungan (Jogiyanto, 1998) :

$$R_i = a_i + \beta_i R_m$$

Notasi :

R_i = *Return* sekuritas

a_i = Suatu variabel acak yang menunjukkan komponen dari *return* sekuritas ke i yang independen terhadap kinerja pasar

- β_i = Beta yang merupakan koefisien yang mengukur perubahan R_i akibat dari perubahan R_m
- R_m = Tingkat *return* dari indeks pasar, juga merupakan variabel acak

Variabel a_i merupakan komponen *return* yang tidak tergantung dari *return* pasar. variabel a_i dapat dipecah menjadi nilai yang diharapkan (*expected value*) α_i dan kesalahan residu (*residual error*) e_i sebagai berikut :

$$a_i = \alpha_i + e_i$$

Substitusikan persamaan di atas ke dalam rumus sebelumnya, maka akan didapatkan persamaan model indeks tunggal sebagai berikut:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i.R_m + e_i$$

Notasi

- α_i = Nilai ekspektasi dari *return* sekuritas yang independen terhadap *return* pasar
- e_i = Kesalahan residu yang merupakan variabel acak dengan nilai ekspektasinya sama dengan nol atau $E(e_i) = 0$

Penggunaan model indeks tunggal memerlukan penaksiran beta dari saham-saham yang akan dimasukkan ke dalam portofolio. Ditemukan bukti bahwa beta historis memberikan informasi yang berguna tentang beta di masa yang akan datang (Suad Husnan, 1998). Beta menunjukkan kemiringan (*slope*) garis regresi dan α menunjukkan *intercept* dengan sumbu R_{it} . Semakin besar beta, semakin

curam kemiringan garis tersebut, dan sebaliknya. .

Nilai β_i dan α_i yang dihitung dengan persamaan regresi merupakan taksiran dari beta dan alpha sebenarnya. Taksiran tersebut tidak luput dari kesalahan. Taksiran tersebut tidak luput dari kesalahan (*subject to error*). Berbagai properti statistik, seperti nilai t, nilai F dan koefisien determinasi perlu diperhatikan untuk menggunakan nilai-nilai taksiran tersebut.

2.1.6. Indeks Harga Saham

Indeks Harga Saham merupakan salah satu indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham. Saat ini ada 4 Indeks yang dikenal di BEJ yaitu (Bursa Efek Jakarta, 1997) :

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menggunakan semua saham tercatat sebagai komponen penghitungan indeks

Sebagai indikator pergerakan harga saham yang tercatat di BEJ, IHSG diperkenalkan pertama kali tanggal 1 April 1983. Rumus yang digunakan untuk menghitung IHSG adalah Rumus Paasche sebagai berikut :

$$IHSG = \frac{\sum (P_s X S_s)}{\sum (P_{BASE} X S_s)}$$

Dimana :

IHSG = Indeks Harga Saham Gabungan

P_s = Harga Saham

S_s = Jumlah saham yang dikeluarkan (*oustanding shares*)

P_{base} = Harga Dasar Saham

2. Indeks Sektoral, menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sektor

Indeks sektoral adalah sub indeks dari IHSG. Semua saham diklasifikasikan ke dalam 9 sektor menurut klasifikasi industri yang disebut JASICA (*Jakarta Stock Exchange Industrial Classification*) yaitu (1) pertanian, (2) pertambangan, (3) industri dasar dan kimia, (4) aneka industri (5) industri barang konsumsi, (6) properti dan real estate, (7) transportasi dan infrastruktur, (8) keuangan, (9) perdagangan, jasa dan investasi

2. Indeks LQ 45, menggunakan 45 saham yang terpilih setelah melalui beberapa macam seleksi

LQ 45 mulai diperkenalkan tanggal 27 Februari 1997. Dipilih sebanyak 45 saham melalui beberapa kriteria, (a) masuk ranking 60 terbesar total transaksi di pasar reguler dalam 12 bulan terakhir, (b) Ranking berdasarkan nilai Kapitalisasi Pasar selama 12 bulan terakhir, (c) tercatat di BEJ minimum 3 bulan, (d) kinerja keuangan perusahaan, frekuensi dan jumlah hari perdagangan

Metode perhitungan indeks LQ45 sama dengan metode perhitungan IHSG namun yang dipakai hanya saham-saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ45 saja. Rumusnya adalah sebagai berikut :

$$LQ45 = \frac{\sum (P_s X S_s)}{\sum (P_{BASE} X S_s)}$$

Keterangan :

LQ45 = Indeks LQ45

P_s = Harga Saham

S_s = Jumlah saham yang dikeluarkan (*oustanding shares*)

P_{base} = Harga Dasar Saham

3. Indeks Individual, yaitu indeks harga masing-masing saham terhadap harga dasarnya

Indeks ini merupakan indikator perubahan harga suatu saham dibandingkan dengan harga perdananya. Setiap saham yang dicatatkan perdana, indeks individualnya adalah 100. Diperkenalkan bersamaan dengan IHSG dan dicantumkan pada Daftar Kurs Efek tanggal 18 April 1983.

Indeks Harga Saham Gabungan dan Indeks LQ 45 Bursa Efek Jakarta (BEJ) telah mendapatkan persetujuan pendaftaran hak paten dari Direktur Jenderal Hak Cipta, Paten dan Merek Departemen Kehakiman RI. Sertifikat Persetujuan diberikan pada tanggal 24 Maret 1999 lalu dengan nomor pendaftaran 019524 untuk LQ 45 dan nomor 019525 untuk IHSG.

Semua indeks BEJ ini menggunakan metode penghitungan yang sama. Bedanya hanya pada jumlah saham yang digunakan sebagai komponen penghitungan. Semua indeks ini ditampilkan terus-menerus melalui *display wall* di lantai bursa dan disebarkan ke *data vendor* melalui *data feed*.

Jogiyanto (1998) menyatakan bahwa pemilihan indeks pasar tidak tergantung pada teori tetapi lebih tergantung dari hasil empirisnya. Indeks pasar yang dapat dipilih untuk pasar BEJ misalnya adalah IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) atau indeks untuk saham-saham yang aktif saja (misalnya LQ45).

2.2. Penelitian Terdahulu

Metodologi yang paling sering digunakan dalam penelitian yang mengkaji masalah resiko sistematis adalah dengan melakukan *time series regression* untuk menaksir Beta, dan kemudian melakukan *cross sectional regression* antara tingkat keuntungan rata-rata dengan Beta yang ditaksir dari *time series regression* (Sharpe dan Copper, 1972 ; Prananingih, 1991 ; Noer, 1993 ; dan Henny, 1995)

Miller and Scholes (1972) menemukan adanya bias pada *cross sectional regression*, yaitu *intercept* akan terlalu tinggi dan *slope* garis pasar sekuritas akan terlalu kecil. Selain itu, mereka juga menemukan nilai Beta yang sebenarnya berkorelasi secara positif dengan *residual variance*, akan terjadi *proxy* Beta yang sebenarnya (*true Beta*), dan tingkat keuntungan akan berkorelasi secara positif dengan *residual variance*. Lintner (dimuat dalam Elton dan Gruber, 1995) menggunakan metode yang sama ditambah dengan penggunaan variabel resiko tidak sistematis (yang diwakili oleh *variance* dari *residual terms*), menemukan bahwa nilai *intercept* terlalu tinggi dan *residual terms* masuk dalam *pricing*.

Kemudian Widjanarko (1998) menggunakan metodologi yang sama, hanya saja dipergunakan *cross sectional regression* antara taksiran Beta pada t dengan rata-rata tingkat keuntungan pada $t+1$. Argumentasinya adalah saham-saham (portofolio) yang mempunyai Beta tinggi pada waktu ke t diharapkan akan memberikan tingkat keuntungan rata-rata yang lebih tinggi pada waktu ke $t+1$.

Sementara itu Black, Jensen and Scholes (1972) melakukan pengujian *time series* beta portofolio, dan bukan menggunakan saham-saham individual. Dengan membentuk portofolio, interdependensi *residual bias* dipertahankan. Untuk

membentuk portofolio tersebut mereka menggunakan Beta periode yang lalu, sehingga bias dibentuk portofolio yang memaksimumkan perbedaan Beta. Sepuluh portofolio mulai dibentuk mulai dari portofolio dengan Beta tertinggi sampai dengan Beta yang terendah. Hasil yang diperoleh oleh mereka adalah pertama, adanya koefisien korelasi yang tinggi antara Beta dan *excess return* (tingkat keuntungan portofolio dikurangi dengan *risk free rate*), untuk tiap kelompok (baik portofolio dengan Beta tinggi maupun rendah). Ini berarti menunjukkan adanya hubungan linier antara Beta dengan *excess return*. Yang kedua, untuk portofolio yang mempunyai $\beta > 1$ *intercept*-nya cenderung negatif, demikian pula sebaliknya. Pengujian lain yang hampir sama, juga dilakukan oleh Fama and McBeth (1973). Mereka membentuk 20 portofolio untuk menaksir Beta, menggunakan prosedur yang sama seperti seperti Black dan kawan-kawan.

Penelitian yang dilakukan oleh Sharp (1964), Lintner (1965) dalam Levy (1994) mengungkapkan tentang adanya hubungan positif antara tingkat resiko aktiva dengan tingkat harapan keuntungan, dimana hubungan tersebut ditunjukkan melalui garis pasar sekuritas (SML) yang terdiri dari α dan β . Hal yang berbeda ditemukan oleh Pettengil, Sundaram dan Mathur (1995), dalam penelitiannya mereka menemukan bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara beta dengan *return* portofolio *cross sectional*. Perbedaan utama dalam penelitian yang dilakukan ini dengan penelitian sebelumnya adalah diakuinya terdapat hubungan positif antara *return* dan beta yang diperkirakan dengan model Sharpe-Lintner-Black Model lebih berdasarkan pada *return* yang diharapkan daripada *return* sesungguhnya. Fletcher (2000) menemukan hasil yang konsisten dengan penelitian

ini. Dalam penelitiannya mengenai hubungan beta dan *return* pada saham-saham di pasar internasional, Fletcher (2000) menggunakan metode yang sama dengan Pettengil, Sundaram dan Mathur (1995).

Penelitian yang dilakukan oleh Cheng F. Lee, John Wei (1989) dan Bubnys (1990) mengindikasikan adanya gejala ketidakkonsistenan *single index model* sebagai model keseimbangan dalam mengukur resiko. Sedangkan pengujian yang sama di Bursa Efek Jakarta telah dilakukan oleh Pranainingsih (1991), Noer (1993) dan Agnes (1994) pada rentang waktu tahun 1991 menunjukkan tidak adanya hubungan positif antara tingkat keuntungan dan resiko.

Dalam penelitian tersebut di atas Pranainingsih (1991), Noer (1993) dan Agnes (1994) menggunakan Indeks LQ45 sebagai wakil pasar. Di lain pihak, penelitian-penelitian di bidang pasar modal yang menggunakan IHSG sebagai wakil pergerakan pasar saham juga ada, di antaranya adalah penelitian Wibisono, Sukirno dan Sukanto (1998) yang berusaha menjelaskan ada tidaknya pengaruh hari perdagangan saham terhadap *return* pasar yang diwakili oleh *return* IHSG.

Penelitian yang dilakukan oleh Pranainingsih (1991), Noer (1993) dan Agnes (1994) pada rentang waktu tahun 1991 menunjukkan tidak adanya hubungan positif antara tingkat keuntungan dan resiko. Salah satu penyebab kurang baiknya beta dalam menjelaskan rata-rata tingkat keuntungan saham adalah bahwa resiko hanya diukur menggunakan satu dimensi saja yaitu beta, padahal sebenarnya tingkat keuntungan sebuah sekuritas dipengaruhi oleh beberapa dimensi. Penyebab lainnya adalah faktor efisiensi pasar modal, karena salah satu variabel yang dipakai sebagai *proxy* adalah tingkat keuntungan pasar.

McKenzie, Brooks dan Faff (2000) menggunakan indeks harga saham lokal dan internasional untuk memperkirakan beta suatu saham di pasar modal Australia. Dengan menggunakan metode *single index model*, ditemukan bahwa beta yang diprediksi dengan menggunakan indeks harga saham lokal memiliki tingkat kesalahan perkiraan yang lebih kecil dibandingkan dengan indeks internasional.

Sementara itu penelitian mengenai layak tidaknya suatu indeks harga saham digunakan sebagai wakil dari pergerakan pasar saham telah banyak dilakukan di antaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Basu dan Rizzuto (1995) terhadap indeks S&P 500, hasilnya menyebutkan bahwa indeks S&P 500 kurang layak untuk menjelaskan / mewakili pergerakan pasar saham. Ricky Harsono (1999) dalam penelitiannya mengenai gerakan IHSG dan Indeks LQ45 menyebutkan bahwa Indeks LQ45 tidak cukup bagus untuk dapat menjelaskan pergerakan pasar saham secara keseluruhan.

Adanya anggapan bahwa Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tidak dapat dipergunakan sebagai wakil pasar menyebabkan Indeks LQ45 yang dibentuk dari 45 saham terlikuid menjadi alternatif pengganti IHSG. Kemudian adanya pernyataan dari Suad Husnan dan Suwardi Hermanto (1998) bahwa diperlukan perhitungan beta dengan waktu pengamatan yang panjang turut mendorong agar suatu penelitian dengan periode pengamatan harian yang cukup panjang dilakukan, karena selama ini periode amatan yang dipakai adalah mingguan atau bulanan.

Berdasarkan hal tersebut di atas, maka penelitian ini berusaha untuk meneliti resiko sistematis yang ditunjukkan oleh besarnya nilai beta saham dan mencari pemecahan bagi penggunaan indeks harga saham yang dapat dipakai

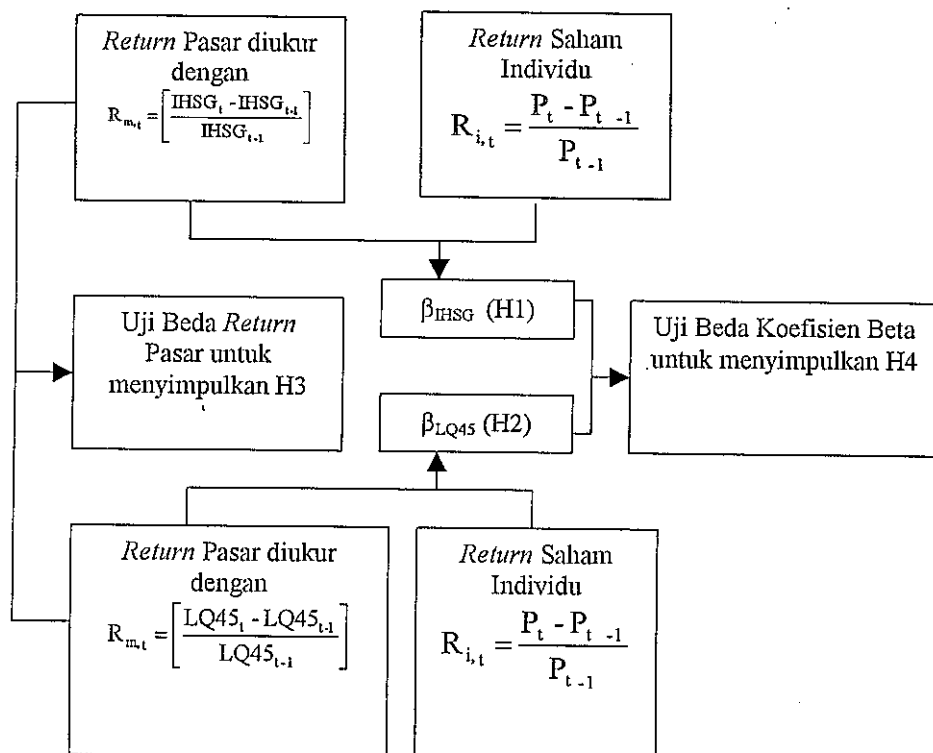
untuk mewakili pergerakan pasar saham guna mencari nilai beta. Kebanyakan penelitian hanya menggunakan salah satu indeks harga saham sebagai *proxy* pasar, namun dalam penelitian ini indeks harga saham yang dapat digunakan sebagai *proxy* pasar digunakan semua guna mengetahui pengaruh masing-masing *proxy* pasar yang digunakan. Kemudian akan dikaji mengenai keakuratan masing-masing *proxy* pasar tersebut. Untuk alasan digunakannya tahun 1999 dapat dilihat lebih jelas pada metode penelitian.

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berbagai penelitian mengenai pasar modal yang telah dilakukan di Indonesia masih menyisakan adanya perbedaan pendapat mengenai penggunaan wakil pasar yang dapat mewakili kondisi pasar modal di Indonesia. Adanya pendapat bahwa IHSG dipandang kurang mampu mewakili kondisi pasar saham Indonesia menyebabkan indeks LQ 45 digunakan sebagai penggantinya (Suad Husnan, 1996; R. Agus Sartono dan Sri Zuliati, 1998). Namun juga terdapat penelitian yang menyimpulkan bahwa indeks LQ 45 tidak dapat menjelaskan pergerakan IHSG sehingga tidak saling menggantikan (Ricky Harsono, 1999). Oleh sebab itu dalam penelitian ini akan dicari resiko sistematis dengan menggunakan kedua indeks tersebut. Untuk menguatkan hasil penelitian, uji beda *return* pasar yang diwakili oleh IHSG dan indeks LQ 45 dilakukan pula demikian pula halnya dengan uji beda koefisien beta saham untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara beta saham yang dihitung dengan IHSG

dan beta saham yang dihitung dengan Indeks LQ 45. Untuk singkatnya dapat dilihat pada Gambar 2.1. berikut ini.

Gambar 2.1.
Kerangka Pemikiran Teoritis



2.4. Hipotesis

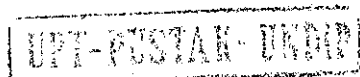
Untuk menghitung besarnya resiko sistematis / koefisien beta pasar dan mengetahui apakah terdapat pengaruh yang signifikan dari *return* pasar terhadap *return* saham individu digunakan rumus sebagai berikut : $R_i = \alpha_i + \beta_i R_m$, dimana R_i adalah tingkat keuntungan saham i , α adalah resiko tidak sistematis dan R_m adalah tingkat pengembalian pasar yang dapat diperoleh dengan menggunakan IHSG sebagai *proxy* pasar. Ricky Harsono (1999) menyatakan bahwa pergerakan

indeks LQ45 tidak dapat menjelaskan pergerakan pasar saham secara keseluruhan, sehingga dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1 : “Terdapat pengaruh yang signifikan *return* IHSG terhadap *return* saham individual.”

Sementara itu Suad Husnan, dalam Harianto dan Sudomo (1998) menyebutkan bahwa keadaan pasar modal di Indonesia (dalam hal ini adalah Bursa Efek Jakarta) mungkin diwakili oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau Indeks LQ45. Lebih lanjut, R. Agus Sartono dan Sri Zuliati (1998) menyebutkan bahwa IHSG sebagai wakil dari pasar memiliki banyak kelemahan karena kurang mencerminkan kondisi pasar yang sesungguhnya, dan Indeks LQ45 dipandang lebih mencerminkan kondisi pasar saham. Sehingga untuk menghitung besarnya resiko sistematis / koefisien beta pasar dan mengetahui apakah terdapat pengaruh yang signifikan dari *return* pasar yang diwakili oleh *return* LQ 45 terhadap *return* saham individu digunakan rumus sebagai berikut : $R_i = \alpha_i + \beta_i R_m$, dimana R_i adalah tingkat keuntungan saham i , α adalah resiko tidak sistematis dan R_m adalah tingkat pengembalian pasar yang dapat diperoleh dengan menggunakan indeks LQ 45 sebagai *proxy* pasar. Sehingga hipotesis yang dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 2 : “Terdapat pengaruh yang signifikan *return* LQ45 terhadap *return* saham individual.”



Return IHSG dan *return* indeks LQ 45 dapat digunakan untuk mewakili *return* pasar saham. Namun Basu dan Rizutto (1995) menyatakan bahwa indeks saham yang tidak terdiri dari semua saham yang *listing* di suatu bursa dapat menjadi jebakan bila digunakan untuk mewakili *return* pasar saham. Lebih lanjut disebutkan bahwa nilai koefisien beta saham yang diukur dari kedua indeks tersebut kemungkinan dapat berbeda. Berdasarkan hal tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 3 : “Terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* IHSG dengan *return* LQ45.”

Hipotesis 4 : “Terdapat perbedaan yang signifikan antara koefisien beta dari IHSG dengan koefisien beta dari LQ45.”

2.5. Definisi Operasional Variabel

Berikut ini akan dijelaskan mengenai definisi operasional variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini.

- *Return* Saham (R_{it}) adalah hasil yang diperoleh dari investasi pada suatu saham, merupakan apresiasi / depresiasi harga saham di suatu hari amatan dibandingkan dengan satu amatan sebelumnya. *Return* saham diukur dengan formula :

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana :

$R_{i,t}$ = *Return* saham i pada penutupan jam kerja bursa hari ke t

P_t = Harga saham pada penutupan jam kerja bursa hari ke t

P_{t-1} = Harga saham pada penutupan jam kerja bursa hari ke t – 1

- *Return* Pasar (R_{mt}) adalah tingkat keuntungan pasar, dalam penelitian ini diukur dengan formula :

$$R_{m,t} = \left[\frac{LQ45_t - LQ45_{t-1}}{LQ45_{t-1}} \right]$$

Dimana :

$LQ45_t$ = LQ45 pada penutupan jam kerja bursa hari ke t

$LQ45_{t-1}$ = LQ45 pada penutupan jam kerja bursa hari ke t – 1

Dan

$$R_{m,t} = \left[\frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \right]$$

Dimana :

$IHSG_t$ = IHSG pada penutupan jam kerja bursa hari ke t

$IHSG_{t-1}$ = IHSG pada penutupan jam kerja bursa hari ke t – 1

- Resiko sistematis saham yang diukur dari koefisien beta saham. Beta saham merupakan suatu ukuran populer di dalam mengukur tingkat resiko suatu sekuritas di dalam hubungannya dengan pasar sekuritas

itu sendiri (Robert Ang, 1995). Beta juga menunjukan sensitivitas *return* saham terhadap perubahan *return* pasar.

BAB III

METODE PENELITIAN

Metode penelitian digunakan sebagai cara untuk dapat memahami obyek penelitian dan persoalan-persoalan penelitian dapat terjawab. Oleh karena itu metode penelitian dipilih dengan mempertimbangkan kesesuaian obyek yang dipilih, mengarahkan peneliti agar dapat melakukan langkah-langkah analisis secara tepat sehingga persoalan-persoalan penelitian dapat terjawab.

3.1. Jenis dan Sumber Data

Data merupakan keterangan yang dapat memberikan gambaran tentang suatu keadaan. Berdasarkan cara memperolehnya, jenis data yang dipakai di dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah data mengenai saham-saham yang termasuk saham unggulan (*blue chips*). Saham-saham unggulan ini merupakan saham teraktif dan masuk dalam perhitungan Indeks LQ45 selama tahun 1999, data harga saham harian saham-saham yang terpilih menjadi sampel dan IHSG serta Indeks LQ45 selama tahun 1999. Menurut klasifikasi pengumpulannya data yang digunakan adalah data *time series*.

Data yang diperoleh perlu diolah untuk dapat menjawab persoalan penelitian yang dirumuskan. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Harga saham penutupan harian selama periode penelitian yaitu Januari 1999 hingga Desember 1999. Menurut MacKinlay, berdasarkan kriteria *the power of test* (kemampuan model dalam mendeteksi *abnormal return*), data harian merupakan pilihan yang tepat dalam melakukan *event study* (Harijono, 1999:72). Berdasarkan alasan tersebut maka dipilih harga saham harian.
2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Indeks LQ45 harian selama periode penelitian (Periode Januari 1999 hingga Desember 1999).

3.2. Populasi dan Sampling

Populasi adalah semua saham perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta hingga akhir tahun 1999. Jumlah populasi ini adalah 276 perusahaan. Sampel diambil dengan metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan tujuan penelitian yang telah ditetapkan (Sekaran, 1992). Sampel ini ditentukan berdasarkan syarat yang ditentukan sebagai berikut:

1. Termasuk saham teraktif (yang ditunjukkan dengan masuk dalam perhitungan indeks LQ45 selama dua periode di tahun 1999).
2. Tidak pernah mengalami suspensi perdagangan saham selama tahun 1999. Hal ini dilakukan agar dalam periode pengamatan tidak terdapat data yang tidak lengkap dan mengakibatkan kesenjangan jumlah periode pengamatan. Diharapkan dengan adanya kriteria ini maka semua saham yang menjadi sampel memiliki jumlah periode amatan yang sama sehingga dapat diperoleh hasil yang cukup akurat.

Dengan menggunakan *purposive sampling* tersebut diperoleh sampel sebanyak 38 emiten yang dapat dilihat pada tabel 3.1.

Tabel 3.1.
Emiten Yang Menjadi Sampel Untuk Penelitian

NO	Kode Emiten	NO	Kode Emiten
1.	AALI	20.	KLBF
2.	ANTM	21.	LPBN
3.	ASII	22.	LPLI
4.	BBNI	23.	LPPS
5.	BLTA	24.	LSIP
6.	BMTR	25.	MEDC
7.	BNII	26.	MLIA
8.	BRPT	27.	MPPA
9.	CMNP	28.	MYOR
10.	DGSA	29.	MYRX
11.	GGRM	30.	POLY
12.	GJTL	31.	PNBN
13.	HMSP	32.	RALS
14.	INCO	33.	SMCB
15.	INDF	34.	SMGR
16.	INDR	35.	TINS
17.	INKP	36.	TKIM
18.	INTP	37.	TLKM
19.	ISAT	38.	UNSP

Sumber : Bursa Efek Jakarta 1999, diolah

3.3. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku dan bacaan-bacaan lain yang

berhubungan dengan pokok bahasan dalam penelitian ini. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, yaitu mengenai jenis data yang dibutuhkan, ketersediaan data, cara memperoleh data, dan gambaran cara pengolahan data.

Tahapan selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

3.4. Teknik Analisis

Analisis data digunakan untuk menyederhanakan agar supaya data lebih mudah diinterpretasikan. Analisis ini dilakukan menggunakan teknik analisis tertentu untuk mengolah dan membahas data yang telah diperoleh. Dalam penelitian ini teknik analisis yang digunakan adalah teknik analisis regresi dan uji beda dua rata-rata.

Teknik analisis regresi dilakukan untuk menyimpulkan Hipotesis 1 dan Hipotesis 2. Model regresi yang digunakan untuk menyimpulkan Hipotesis 1 adalah sebagai berikut :

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + u_{jt}$$

Keterangan :

R_{jt} : *Return* saham j pada periode ke t (dalam suatu waktu amatan)

α_j : konstanta

β_j : koefisien beta saham j

R_{mt} : *return* pasar pada periode t yang diwakili oleh *return* IHSG

u_{jt} : *residual*

Sementara itu model regresi yang digunakan untuk menyimpulkan Hipotesis 2 adalah sebagai berikut:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + u_{jt}$$

Keterangan :

R_{jt} : *Return* saham j pada periode ke t (dalam suatu waktu amatan)

α_j : konstanta

β_j : koefisien beta saham j

R_{mt} : *return* pasar pada periode t yang diwakili oleh *return* LQ45

u_{jt} : *residual*

Guna menyimpulkan hipotesis 3 dan hipotesis 4, digunakan uji beda 2 rata-rata (*independent sample t-test*) yang oleh Wonnacot (1985) dirumuskan sebagai berikut :

$$t - \text{hitung} = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{t_{0,025} sp \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}}$$

$$sp = \sqrt{\frac{\sum (x_{i1} - \bar{x}_1)^2 + \sum (x_{i2} - \bar{x}_2)^2}{n_1 + n_2 - 2}}$$

- dimana,
- n = jumlah sampel (dalam penelitian ini adalah sebanyak 38)
 - sp^2 = varians gabungan sampel
 - $x_1 - x_2$ = selisih antara nilai rata-rata *return* IHSG dan nilai rata-rata *return* indeks LQ45 (untuk hipotesis 3); nilai rata-rata koefisien beta IHSG dan nilai rata-rata indeks (LQ45) untuk hipotesis 4
 - x_i = sampel ke- i
 - x_1 = nilai rata-rata *return* IHSG atau nilai rata-rata koefisien beta IHSG
 - x_2 = nilai rata-rata *return* Indeks LQ45 atau nilai rata-rata koefisien beta LQ45

Untuk mengetahui indeks harga saham mana yang lebih tepat digunakan sebagai *proxy* pasar maka dilakukan pengujian dengan membandingkan *MAE* (*Mean Absolute Error*) masing-masing indeks harga saham. Indeks harga saham yang memiliki *MAE* terkecil merupakan indeks harga saham yang lebih mewakili pasar.

BAB IV

GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

Pasar modal Indonesia sendiri didirikan pada tanggal 10 Agustus 1977 dan resmi memulai kegiatannya pada waktu perusahaan P.T. Semen Cibinong menerbitkan sahamnya di BEJ. Pendirian pasar bursa dilakukan dengan tujuan utama untuk pemeratakan pendapatan. Namun demikian, dalam perkembangannya ada tiga tujuan yang hendak dicapai, yaitu untuk memobilisir dana di luar sistem perbankan, memperluas distribusi kepemilikan saham terutama pemodal-pemodal kecil, serta untuk memperluas dan memperdalam sektor keuangan (Cetak Biru Pasar Modal Indonesia, 1997).

4.1. Perkembangan Pasar Modal Indonesia Periode Satu Dekade Pertama

Selama 10 tahun pertama masa pengoperasiannya (1977-1987), pasar modal Indonesia belum dapat menunjukkan kemajuan yang berarti. Di samping pertumbuhannya yang masih lambat karena rendahnya investor untuk berinvestasi, juga disebabkan oleh banyak perusahaan yang berkeinginan untuk menjual saham di Indonesia. Perkembangan jumlah emiten, IHSG dan kapitalisasi pasar sampai dengan tahun 1988 tercatat 24 emiten yang terdaftar di BEJ dengan kapitalisasi pasar yang besarnya Rp. 449.24 milyar.

Kondisi pasar modal yang stabil namun lesu ini merupakan akibat dari dibatasinya ruang gerak para spekulator oleh pemerintah pada periode satu dekade pertama sejak didirikannya pasar modal Indonesia. Dibentuknya Badan Pelaksana Pasar Modal (Bapepam) yang bertugas mengelola dan mengawasi pasar modal Indonesia serta P.T. Danareksa yang bertugas sebagai “tiang penyangga” pasar modal, mendorong terjadinya anti-spekulasi sehingga membuat harga saham stabil. Hal ini disebabkan P.T. Danareksa mengintervensi pasar setiap kali terjadi fluktuasi pasar di atas 4% sehari, yakni dengan melakukan operasi penjualan setiap kali harga naik dan operasi pembelian setiap kali harga turun.

Disamping larangan berspekulasi, pasar modal Indonesia melarang investor asing membeli saham di Indonesia karena tidak sesuai dengan filosofi dasar pendirian bursa di Indonesia yaitu pemerataan kepemilikan saham yang diperuntukkan bagi warga negara Indonesia. Dengan demikian agar terjadi kepemilikan dan pemerataan deviden kepada WNI, dorongan pemerintah lebih ditujukan pada *go public*nya perusahaan PMA dalam rangka Indonesianisasi.

Faktor insentif pajak dan kebijakan tingkat suku bunga yang ditetapkan pemerintah sebelum Juni 1983 ikut memberikan kontribusi terhadap keengganan perusahaan untuk menerbitkan sahamnya di pasar modal Indonesia. Hal ini karena pemerintah Indonesia mulai memberlakukan sistem pajak yang baru, menggantikan sistem pajak 1982, yang memberikan insentif pajak berbentuk keringanan pajak bagi perusahaan yang menjual sahamnya di pasar modal Indonesia. Sementara itu adanya penentuan tingkat bunga deposito dan kredit dari bank-bank milik pemerintah telah

menyebabkan tingkat bunga relatif rendah dibandingkan tingkat bunga tanpa intervensi pemerintah sehingga terjadi *financial repression*. Dengan demikian maka perusahaan-perusahaan lebih suka memilih untuk memanfaatkan kredit dari bank-bank pemerintah daripada menerbitkan saham.

4.2. Perkembangan Pasar Modal Indonesia Pasca Deregulasi

Pergerakan harga saham yang berfluktuasi di BEJ mulai terjadi sejak dikeluarkannya berbagai paket deregulasi 1988 dan 1989, yang antara lain menghapus peran P.T. Danareksa sebagai “tiang penyangga” di bursa Indonesia, pencabutan intervensi atas fluktuasi harga di atas 4% per hari, serta diperbolehkannya investor asing untuk membeli maksimum 49% saham yang tercatat di pasar modal Indonesia. Berbagai deregulasi keuangan yang terjadi selama periode tahun 1988 sampai dengan 1991 membuat pasar bursa mengalami masa *bullish* dan *bearish*,

Adanya Pakdes 1988 yang memberikan perlakuan pajak yang sama bagi deviden dan deposito mendorong permintaan akan saham. Dilihat dari sisi penawaran, Pakdes ini juga menyebabkan adanya *company listing* sehingga meningkatkan volume saham yang tercatat di bursa. Hal ini menyebabkan harga saham emiten naik pesat.

Sementara itu *booming* pasar modal Indonesia mulai tampak pada awal tahun 1989, di mana jumlah emiten yang masuk bursa tercatat sekitar 32 buah meningkat menjadi 68 buat perusahaan baru pada tahun 1990. Sampai dengan tahun 1991 telah masuk 177 perusahaan berskala menengah dan besar ke pasar bursa, dengan

kapitalisasi sekitar Rp. 7,6 triliun dari dana masyarakat yang berhasil dijarah pada periode tersebut (Bursa Efek Jakarta, 1992)

Kelesuan pasar modal Indonesia mulai terjadi sejak krisis Bank Duta pada tahun 1990, di mana jumlah harga saham Bank Duta telah menyebabkan hampir semua saham Indonesia ikut jatuh, sehingga IHSG merosot secara drastis. Kontribusi skandal Bank Duta terhadap kejatuhan IHSG diperkirakan sebesar 10% karena IHSG yang pada awal tahun 1990 dibuka pada tingkat 399,690 dan mencapai puncaknya pada titik 681,944 pada bulan April akhirnya ditutup pada tingkat 417,790 pada akhir tahun. Kelesuan pasar modal Indonesia kembali berlangsung pada tahun 1991 karena adanya gebrakan Sumarlin yang menyedot dana BUMN dari perbankan nasional sekitar Rp. 8 triliun untuk ditempatkan di Bank Indonesia sebagai SBI, sehingga membuat pasar modal kehilangan banyak dana. Klimaksnya, dengan jatuhnya pasar pada saat krisis Bank Summa, menyebabkan IHSG pada akhir tahun 1991 terkoreksi mencapai titik 247,390 (Bisnis Indonesia, Desember 1991)

Dengan perkembangan pasar modal tersebut pemerintah merasa perlu membuat *regulatory framework* untuk pasar modal agar bisa meningkatkan dan mendorong tumbuhnya pasar yang teratur, terbuka dan efisien agar bisa memberikan perlindungan yang wajar pada masyarakat dan pemodal. Dalam rangka mencapai tujuan tersebut maka Bapepam yang semula merupakan Badan Pelaksana Pasar Modal berubah fungsi menjadi Badan Pengawas Pasar Modal pada tahun 1995.

4.3. Perkembangan Pasar Modal Indonesia Periode Swastanisasi

Periode swastanisasi BEJ dimulai pada tahun 1992, di mana sebagai penyelenggara bursa, P.T. BEJ dituntut agar benar-benar mandiri dan profesional sehingga mampu berperan maksimal dalam mengatur dan mengawasi perdagangan di lantai bursa. Pasar modal Indonesia sendiri mulai mengalami perubahan mendasar setelah swastanisasi, yang terlihat pada nilai indeks komposit yang menunjukkan kemajuan berarti. Pada tahun 1993, misalnya IHSG ditutup pada tingkat 588,765 atau meningkat 114,6% dibandingkan tahun sebelumnya dan pada dua tahun berikutnya IHSG mengalami sedikit koreksi, namun melonjak kembali menjadi 637,432 pada tahun 1996.

Barometer kemajuan BEJ pasca swastanisasi lainnya mulai terlihat pada makin meningkatnya partisipasi masyarakat pasar modal Indonesia sampai dengan Juli 1997, di mana jumlah emiten yang mencatatkan sahamnya di bursa sebanyak 273 perusahaan, sedangkan nilai kapitalisasi pasar meningkat sekitar 22,95%, yaitu naik dari 215 triliun pada tahun 1996 menjadi 264,37 triliun pada tahun 1997. Di sisi lain, pengembangan keterbukaan emiten dan *go public*nya sejumlah BUMN dengan kinerja fundamental yang baik, juga meningkatkan *net buying* dari investor asing.

Tabel 4.1.
Perkembangan Bursa Efek Jakarta 1994 - 1997

Pasar Modal (Saham)	1994	1995	Penubahan (%)	1996	Penubahan (%)	Feb. 1997
Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)	469.640	513.847	9,4	637.432	24,1	705.374
Jumlah Emiten	217	228	9,7	253	6,3	257
Emiten Baru	47	22	-53,2	16	-27,3	4
Kapitalisasi Pasar (triliun Rp)	103,8	152,2	46,6	245,0	41,2	241,4
Volume Perdagangan (miliar saham)	5,3	10,6	101,2	29,5	177,3	8,7
Nilai Perdagangan (triliun Rp)	25,5	32,4	27,0	75,7	134,0	19,1
Jumlah Transaksi (ribuan)	374	609	63,0	1.759	188,5	465
Rata-rata Volume Perdagangan per Hari (juta saham)	21,6	43,3	100,1	118,6	174,0	223
Rata-rata Nilai Perdagangan per Hari (miliar Rp)	104,0	131,5	26,5	304,1	131,2	490,4
Rata-rata Jumlah Transaksi per Hari	1.528	2.478	62,4	7.063	185,0	12
Pengumpulan Dana						
Dari Penawaran Perdana (tril Rp)	4,3	5,6	29,4	2,4	-56,2	0,3
Dari Penawaran Terbatas (tril Rp)	6,0	3,2	-47,0	11,0	245,0	2,1
Dari Waran (tril Rp)	0,0	0,0	0,0	0,004	0,0	0,4
Dari Obligasi konversi (tril Rp)	0,2	0,0	-100,0	0,1	0,0	0,0
Total Pengumpulan Dana (tril Rp)	10,5	8,7	-16,6	11,5	54,3	2,7

Sumber : Bursa Efek Jakarta

Namun demikian, depresiasi mata uang yang terjadi di negara-negara ASEAN termasuk di antaranya Indonesia, telah memberikan dampak terhadap pasar modal Indonesia, yakni dengan merosotnya IHSG sebesar 362 *point* atau 49,61%. Hal ini disebabkan karena masyarakat digeluti *panic selling*, yaitu penarikan uang dari bursa untuk diputar ke valuta asing. Koreksi tajam yang menimpa bursa saham Indonesia selama semester II tahun 1997 tercermin dari 9 sektor sahamnya yang tidak satupun membukukan *gain*. Total saham yang berhasil ditransaksikan mencapai 53,868 milyar unit atau senilai Rp. 78,928 triliun, sementara kepemilikan asing di BEJ hanya 25,28% dari total saham tercatat.

Volume perdagangan saham Di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sampai dengan tanggal 15 Desember 2000 sebesar 133,27 miliar saham, atau mengalami penurunan sebesar 25,33% bila dibandingkan dengan tahun 1999 sekitar 178,49 miliar saham. Nilai perdagangan saham di BEJ sampai dengan 15 Desember 2000 mencapai Rp.

121,97 triliun, atau menurun sebesar 17,52% dibandingkan dengan tahun 1999 yang berjumlah Rp.147,88 triliun. Rata-rata nilai perdagangan per hari di BEJ mencapai Rp.561,30 milyar atau menurun 6,25% bila dibandingkan tahun sebelumnya yang mencapai Rp.598,70 milyar.

Tabel 4.2.
Perkembangan Volume dan Nilai Perdagangan di Bursa Efek Jakarta

Keterangan	1999	2000	Perubahan (%)
Volume Perdagangan Saham (lembar saham)	178.486.582.779	133.274.952.785	(25,33)
Nilai Perdagangan Saham (Rp. Triliun)	147,88	121,97	(17,52)

Sumber : Bapepam dan BEJ, 2001

Sampai dengan 2000 tanggal 15 Desember, kontribusi pemodal lokal mengalami peningkatan baik dari volume maupun nilai perdagangan terhadap tahun 1999. Proporsi tersebut terlihat pada tabel berikut :

Tabel 4.3.
Proporsi Volume Perdagangan Domestik dan Asing di Bursa Efek Jakarta

Keterangan	1999	2000
Total Volume Perdagangan	178.486.582.779	133.274.952.785
Transaksi Jual Asing	41.918.330.597	20.473.354.033
Transaksi Jual Domestik	136.568.268.182	112.801.598.752
Transaksi Beli Asing	55.609.345.262	20.302.776.082
Transaksi Beli Domestik	122.877.262.514	112.972.176.703
% Rata-Rata Asing Terhadap Total Volume Perdagangan	27,32	15,30
% Rata-Rata Domestik Terhadap Total Volume Perdagangan	72,68	84,70

Sumber : Bapepam dan BEJ, 2001

Tabel 4.4.
Proporsi Nilai Perdagangan Saham Asing dan Domestik di Bursa Efek Jakarta

Keterangan	1999	2000
Total Volume Perdagangan	99.684.703,1	121.967.385,8
Transaksi Jual Asing	45.673.871,7	24.230.897,7
Transaksi Jual Domestik	102.206.125,5	97.736.488,0
Transaksi Beli Asing	57.780.895,4	25.019.661,6
Transaksi Beli Domestik	90.099.101,4	96.947.724,3
% Rata-Rata Asing Terhadap Total Nilai Perdagangan	34,98	20,19
% Rata-Rata Domestik Terhadap Total Nilai Perdagangan	65,02	79,8

Sumber : Bapepam dan BEJ, 2001

4.4. Gambaran Umum Sampel

Pada bagian ini akan diberikan gambaran umum kinerja saham-saham yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Gambaran umum ini menyangkut tentang statistika deskriptif masing-masing sampel.

4.4.1. Profil Saham Yang Menjadi Sampel Penelitian

Agar dapat mengetahui karakteristik masing-masing saham yang menjadi sampel dalam penelitian ini, maka pada Tabel 4.5. berikut ini disajikan statistika deskriptif dari *return* saham yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

Tabel 4.5.
Statistika Deskriptif *Return Saham* Yang Menjadi Sampel Penelitian

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AALI	247	-.166667	.170213	-1.9E-04	3.7438E-02
ANTM	247	-.076923	.107692	-2.4E-04	2.7187E-02
ASII	247	-.128205	.376068	7.36E-03	6.5742E-02
BBNI	247	-.210526	.352941	2.40E-03	7.0192E-02
BLTA	247	-.108696	.175000	2.18E-05	3.0242E-02
BMTR	247	-.222222	.409091	7.69E-03	8.0319E-02
BNII	247	-.250000	.333333	3.02E-03	9.7503E-02
BRPT	247	-.241379	.450000	4.75E-03	7.1345E-02
CMNP	247	-.111111	.300000	6.04E-03	5.5136E-02
DGSA	247	-.106481	.125000	-3.3E-03	3.4148E-02
GGRM	247	-.119718	.158562	2.64E-03	3.7798E-02
GJTL	247	-.136364	.222222	7.43E-03	5.5256E-02
HMSP	247	-.147619	.222222	5.85E-03	4.3526E-02
INCO	247	-.323810	.321429	4.84E-03	5.6098E-02
INDF	247	-.156250	.171875	3.97E-03	4.1492E-02
INDR	247	-.125000	.216216	1.48E-03	4.4081E-02
INKP	247	-.166667	.211009	2.13E-03	4.9222E-02
INTP	247	-.079646	.208000	4.76E-04	3.4667E-02
ISAT	247	-.103659	.147651	2.22E-03	3.4512E-02
KLBF	247	-.833333	.333333	1.08E-02	9.2638E-02
LPBN	247	-.250000	.500000	4.63E-04	7.0738E-02
LPLI	247	-.200000	.416667	4.48E-03	7.7908E-02
LPPS	247	-.222222	.500000	6.71E-03	.10092007
LSIP	247	-.170213	.228571	-6.0E-04	4.2840E-02
MEDC	247	-.129630	.387097	6.10E-03	5.5160E-02
MLIA	247	-.172414	.266667	3.54E-03	6.1482E-02
MPPA	247	-.225806	.250000	9.03E-03	6.1261E-02
MYOR	247	-.187500	.363636	5.31E-03	6.6148E-02
MYRX	247	-.500000	1.000000	1.09E-02	.16638407
PNBN	247	-.395349	.428571	5.35E-03	8.1461E-02
POLY	247	-.142857	.157895	-1.2E-03	4.7118E-02
RALS	247	-.122807	.178571	5.51E-03	4.4473E-02
SMCB	247	-.285714	.642857	5.34E-03	8.5562E-02
SMGR	247	-.137931	.217391	1.86E-03	3.7653E-02
TINS	247	-.186709	.110759	2.56E-04	3.6012E-02
TKIM	247	-.113546	.207547	1.29E-03	4.3553E-02
TLKM	247	-.141304	.163743	2.32E-03	3.9179E-02
UNSP	247	-.125000	.208333	1.12E-03	3.7102E-02
Valid N (listwise)	247				

Sumber : Bisnis Indonesia Selama Tahun 1999, diolah

Dari tabel 4.5. tersebut dapat diketahui bahwa sebagian besar (86,8%) saham memiliki rata-rata *return* positif selama tahun 1999, hanya 5 saham (13,2%) yang memiliki rata-rata *return* negatif pada tahun 1999, urut dari saham yang memiliki rata-rata *return* negatif terbesar hingga terkecil, saham tersebut adalah POLY, DGSA, LSIP, ANTM dan AALI. Kelima saham ini memiliki rata-rata *return* negatif karena adanya penguatan kurs, sebagaimana diketahui bahwa pada tahun 1999, kurs Rupiah mengalami penguatan terhadap US Dollar secara signifikan, dan kebetulan saja saham-saham ini merupakan saham perusahaan yang memiliki penghasilan dalam bentuk US Dollar (*dollar earner*), sehingga tidaklah mengherankan apabila terjadi rata-rata *return* negatif meskipun secara umum harga saham mengalami kenaikan.

Sementara itu saham yang memiliki rata-rata *return* tertinggi adalah saham MYRX dan KLBF, masing-masing sebesar 1,086% dan 1,082%. Dan saham yang memiliki rata-rata *return* positif terkecil adalah saham BLTA sebesar 0,00218%.

4.4.2. Profil Indeks Harga Saham

Indeks harga saham yang digunakan sebagai wakil pasar saham dalam penelitian ini adalah IHSG dan LQ45, oleh sebab itu perlu dikaji terlebih dahulu mengenai kinerja masing-masing indeks harga saham ini. Pada Tabel 4.6. berikut ini dapat dilihat statistika deskriptif dari *return* indeks harga saham yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 4.6.
Statistika Deskriptif Indeks Harga Saham Gabungan dan Indeks LQ45

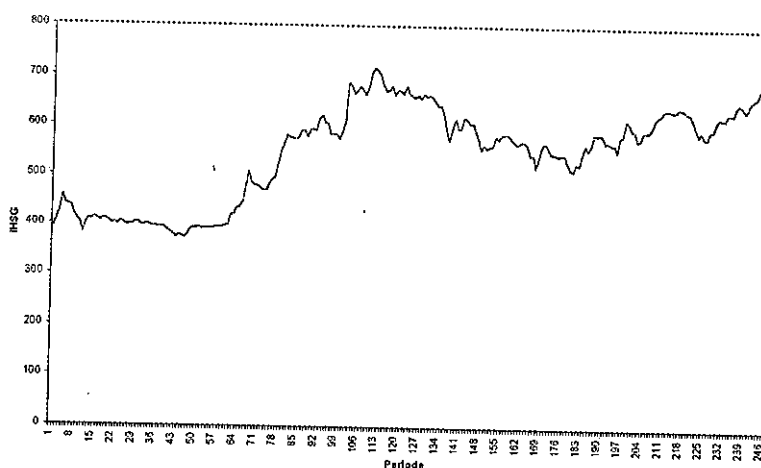
Keterangan	Minimum (%)	Maximum (%)	Rata-Rata (%)	Deviasi Standar
IHSG	-5,2904	12,1770	0,2397	0,0223721
LQ45	-6,0023	13,2442	0,2211	0,025817

Sumber : Bisnis Indonesia Selama Tahun 1999, diolah

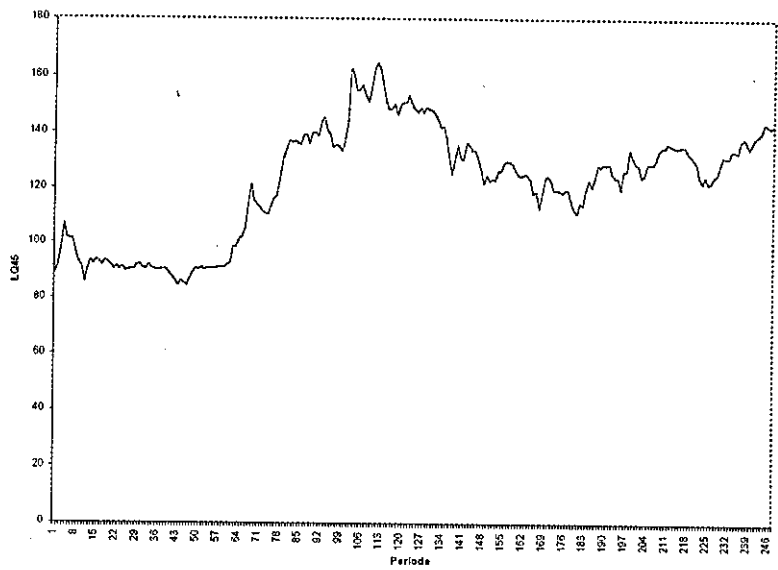
Dari tabel 4.6. di atas dapat diketahui bahwa indeks LQ45 memiliki rata-rata *return* yang lebih kecil apabila dibandingkan dengan IHSG, namun Indeks LQ45 memiliki deviasi standar yang lebih besar daripada IHSG. Sedangkan Gambar 2 dan Gambar 3 menunjukkan pergerakan masing-masing indeks harga saham.

Dari Tabel 4.6. dan Gambar 4.1. serta Gambar 4.2. tersebut dapat dilihat bahwa indeks LQ45 meskipun memiliki pergerakan yang hampir serupa dengan IHSG namun sebenarnya ada perbedaan yang cukup nyata dalam rata-rata *return* dan deviasi standarnya.

Gambar 4.1.
Pergerakan IHSG Selama Tahun 1999



Tabel 4.2.
Pergerakan Indeks LQ45 Selama Tahun 1999



BAB V

PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

5.1. Analisis Resiko Sistematis Saham Dengan Menggunakan *Return* IHSG Sebagai *Proxy Return* Pasar Saham

Untuk dapat mengetahui tingkat resiko sistematis dari suatu aset finansial (dalam hal ini adalah saham), yaitu resiko yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi dan merupakan resiko yang relevan bagi seorang investor digunakan koefisien beta dari saham tersebut. Koefisien beta mengukur sensitivitas, yaitu mengukur seberapa besar pengaruh dari perubahan *return* pasar terhadap *return* suatu saham.

Dalam penelitian ini akan diteliti mengenai pengaruh *return* IHSG terhadap *return* saham individu. *Return* IHSG dapat digunakan untuk mewakili *return* pasar saham. Sehingga pada bahasan pertama akan dipaparkan hasil analisis yang telah dilakukan guna menjawab hipotesis pertama yang telah dirumuskan.

Semua saham memiliki resiko sistematis yang signifikan pada tingkat kepercayaan 1%. Hal ini dapat dilihat pada nilai t hitung yang lebih besar dari t tabel, oleh sebab itu H_0 yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan *return* IHSG terhadap *return* saham ditolak, sementara itu hal yang menyatakan

bahwa terdapat pengaruh yang signifikan *return* IHSG terhadap *return* saham diterima.

Dari saham-saham yang menjadi sampel penelitian tersebut, sebanyak 24 saham (63,15%) memiliki koefisien beta yang lebih besar daripada 1, kondisi ini menunjukkan bahwa saham-saham ini termasuk dalam kategori agresif yaitu saham-saham ini memiliki tingkat elastisitas yang tinggi yang menunjukkan bahwa apabila *return* pasar yang diwakili oleh *return* IHSG berubah 1%, maka *return* saham ini akan berubah lebih besar dari 1%. Sisanya sebanyak 14 saham (36,85%) memiliki koefisien beta yang lebih kecil daripada 1, yang menunjukkan bahwa saham ini masuk dalam kategori defensif, artinya adalah apabila *return* pasar yang diwakili oleh *return* IHSG berubah 1%, maka *return* saham ini akan berubah lebih kecil dari 1%. Saham-saham yang masuk dalam kategori defensif ini cenderung bertahan terhadap pergerakan pasar. Hal yang perlu dicermati adalah bahwa semua saham-saham ini memiliki koefisien beta yang bertanda positif, kondisi ini menunjukkan bahwa semua saham ini bergerak mengikuti arah pergerakan pasar.

Lebih lanjut dari saham-saham yang menjadi sampel tersebut saham DGSA dan MPPA memiliki konstanta yang signifikan. Untuk saham DGSA tanda pada konstanta adalah negatif sebesar $-0,0004943$ yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5%, sementara konstanta saham MPPA memiliki tanda positif sebesar $0,00608$ yang signifikan pada tingkat kepercayaan 10%. Adler Hayman Manurung (2001) menyebutkan bahwa saham yang memiliki konstanta dengan tanda positif menunjukkan bahwa saham tersebut mampu memberikan keuntungan melebihi

keuntungan yang diharapkan, sementara saham yang memiliki konstanta dengan tanda negatif memiliki keuntungan lebih rendah daripada yang diharapkan.

Saham yang memiliki koefisien determinasi yang lebih besar dari pada 0,5 adalah saham Hanjaya Mandala Sampoerna (HMSP) dan saham Telkom (TLKM) dengan koefisien determinasi masing-masing sebesar 0,619 dan 0,508. Koefisien determinasi saham HMSP sebesar 0,619 menunjukkan bahwa *return* pasar yang diwakili oleh IHSG dapat menjelaskan 61,9% variabilitas dalam *return* saham HMSP, sementara koefisien determinasi saham TLKM sebesar 0,508 menunjukkan bahwa *return* pasar yang diwakili oleh IHSG mampu menjelaskan 50,8% variabilitas dalam *return* saham TLKM. 36 saham yang lain memiliki koefisien determinasi yang lebih kecil dari 0,5 yang artinya bahwa kemampuan menjelaskan variabel bebas yang digunakan terhadap variabilitas terikat besarnya kurang dari 50%.

Pada tabel 5.1. berikut ini dapat dilihat besarnya koefisien beta dari saham-saham yang menjadi sampel dengan menggunakan *return* IHSG sebagai *proxy return* pasar.

Tabel 5.1.
Hasil Analisis Regresi *Return* IHSG Terhadap *Return* Saham

No.	Nama Saham	α	β IHSG	<i>R Square</i>
1	AALI	-0,00262	1,014***	0,367
2	ANTM	-0,001658	0,592***	0,237
3	ASII	0,002797	1,903***	0,419
4	BBNI	-0,0004979	1,207***	0,418
5	BLTA	-0,001874	0,791***	0,342
6	BMTR	0,004283	1,422***	0,157
7	BNII	0,0004932	1,054***	0,058
8	BRPT	0,001598	1,316***	0,170
9	CMNP	0,003589	1,021***	0,172
10	DGSA	-0,0004943**	0,702***	0,212
11	GGRM	0,00002058	1,094***	0,419
12	GJTL	0,004631	1,169***	0,224
13	HMSP	0,002183	1,531***	0,619
14	INCO	0,003685	0,482***	0,037
15	INDF	0,001073	1,207***	0,424
16	INDR	-0,0003307	0,753***	0,146
17	INKP	-0,0008915	1,261***	0,329
18	INTP	-0,001057	0,639***	0,170
19	ISAT	0,0004315	0,748***	0,235
20	KLBF	0,00751	1,379***	0,111
21	LPBN	-0,001854	0,967***	0,093
22	LPLI	0,0009628	1,468***	0,178
23	LPPS	0,00228	1,849***	0,168
24	LSIP	-0,002517	0,801***	0,175
25	MEDC	0,003667	1,015***	0,169
26	MLIA	0,0005425	1,251***	0,207
27	MPPA	0,006008*	1,261***	0,212
28	MYOR	0,002042	1,365***	0,213
29	MYRX	0,006685	1,744***	0,055
30	PNBN	0,001571	1,577***	0,188
31	POLY	-0,003336	0,894***	0,180
32	RALS	0,003094	1,006***	0,256
33	SMCB	0,002545	1,166***	0,093
34	SMGR	-0,0001912	0,854***	0,258
35	TINS	-0,001513	0,738***	0,210
36	TKIM	-0,001562	1,191***	0,374
37	TLKM	-0,0006723	1,248***	0,508
38	UNSP	-0,0007226	0,770***	0,216

Sumber : Data Sekunder, diolah.

Keterangan :

* signifikan pada tingkat kepercayaan 10%

** signifikan pada tingkat kepercayaan 5%

*** signifikan pada tingkat kepercayaan 1%

UPT-POKOK-INDIP

5.2. Analisis Resiko Sistematis Saham Dengan Menggunakan *Return* LQ45 Sebagai *Proxy Return* Pasar Saham

Sama seperti halnya dengan bahasan sebelumnya ternyata semua *return* saham yang menjadi sampel dalam penelitian ini dipengaruhi secara signifikan oleh *return* pasar yang diwakili oleh *return* LQ45 pada tingkat kepercayaan 1%. H_02 yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan *return* LQ45 terhadap *return* saham ditolak, sementara itu H_{a2} yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh signifikan *return* LQ45 terhadap *return* saham diterima.

Dari saham-saham yang menjadi sampel penelitian tersebut, sebanyak 16 saham (42,10%) memiliki koefisien beta yang lebih besar daripada 1, kondisi ini menunjukkan bahwa saham-saham ini termasuk dalam kategori agresif yaitu saham-saham ini memiliki tingkat elastisitas yang tinggi yang menunjukkan bahwa apabila *return* pasar yang diwakili oleh *return* LQ45 berubah 1%, maka *return* saham ini akan berubah lebih besar dari 1%. Sisanya sebanyak 21 saham (55,26%) memiliki koefisien beta yang lebih kecil daripada 1, yang menunjukkan bahwa saham ini masuk dalam kategori defensif, artinya adalah apabila *return* pasar yang diwakili oleh *return* LQ45 berubah 1%, maka *return* saham ini akan berubah lebih kecil dari 1%. Saham-saham yang masuk dalam kategori defensif ini cenderung bertahan terhadap pergerakan pasar. Ternyata ada satu saham yang bergerak berbanding lurus dengan pasar apabila digunakan indeks LQ45 untuk mewakili pasar, saham tersebut adalah saham Gudang Garam (GGRM), saham GGRM ini memiliki koefisien beta sebesar 1 yang artinya

adalah apabila *return* pasar berubah sebesar 1% maka *return* saham GGRM akan berubah sebesar 1% searah mengikuti pasar yang diwakili oleh indeks LQ45.

Hal yang perlu dicermati adalah bahwa semua saham-saham ini memiliki koefisien beta yang bertanda positif, kondisi ini menunjukkan bahwa semua saham ini bergerak mengikuti arah pergerakan pasar.

Berbeda dengan IHSG yang hanya terdapat 2 saham yang memiliki konstanta yang signifikan, pada indeks LQ45 ternyata terdapat 4 saham yang memiliki konstanta yang signifikan. Keempat saham-saham tersebut adalah saham DGSA dengan konstanta bertanda negatif sebesar $-0,004645$, saham GJTL dengan konstanta sebesar $0,00537$ yang signifikan pada tingkat kepercayaan 10%, saham HMSP dengan konstanta bertanda positif sebesar $0,002838$ yang signifikan pada tingkat kepercayaan 10% dan terakhir adalah saham MPPA yang memiliki konstanta bertanda positif sebesar $0,006647$ yang signifikan pada tingkat kepercayaan sebesar 10%.

Sama halnya bila menggunakan IHSG sebagai wakil pasar, ternyata dengan menggunakan indeks LQ45 ditemukan bahwa saham yang memiliki koefisien determinasi yang lebih besar dari pada 0,5 adalah saham Hanjaya Mandala Sampoerna (HMSP) dan saham Telkom (TLKM) dengan koefisien determinasi masing-masing sebesar 0,627 dan 0,534. Koefisien determinasi saham HMSP sebesar 0,627 menunjukkan bahwa *return* pasar yang diwakili oleh IHSG dapat menjelaskan 62,7% variabilitas dalam *return* saham HMSP, sementara koefisien determinasi saham TLKM sebesar 0,534 menunjukkan bahwa *return* pasar yang diwakili oleh IHSG mampu menjelaskan 53,4% variabilitas dalam *return* saham TLKM. Koefisien

determinasi dengan menggunakan indeks LQ45 sebagai variabel bebas ternyata lebih besar daripada apabila menggunakan IHSG. Hal ini menunjukkan bahwa *return* LQ45 sebagai *proxy* dari *return* pasar lebih mampu menjelaskan besarnya variabilitas dari *return* saham.

Tiga puluh enam saham yang lain memiliki koefisien determinasi yang lebih kecil dari 0,5, yang artinya bahwa kemampuan menjelaskan variabel bebas yang digunakan terhadap variabilitas terikat besarnya kurang dari 50%. Ini berarti bahwa *return* LQ45 hanya mampu menjelaskan sebagian kecil dari variabilitas 36 saham ini. Kemungkinan lain adalah bahwa saham-saham ini lebih banyak dipengaruhi oleh faktor selain *return* pasar.

Pada tabel 5.2. berikut ini dapat dilihat besarnya koefisien beta dari saham-saham yang menjadi sampel dengan menggunakan *return* LQ45 sebagai *proxy return* pasar.

Tabel 5.2.
Hasil Analisis Regresi *Return* LQ45 Terhadap *Return* Saham

No.	Nama Saham	α	β LQ45	<i>R Square</i>
1	AALI	-0,002107	0,868***	0,344
2	ANTM	-0,001349	0,502***	0,218
3	ASII	0,003724	1,644***	0,400
4	BBNI	0,0001860	0,999***	0,130
5	BLTA	-0,001425	0,654***	0,299
6	BMTR	0,005313	1,075***	0,115
7	BNII	0,001108	0,865***	0,050
8	BRPT	0,002453	1,040***	0,136
9	CMNP	0,004205	0,828***	0,144
10	DGSA	-0,004645**	0,627***	0,215
11	GGRM	0,0004327	1,000***	0,447
12	GJTL	0,005370*	0,934***	0,183
13	HMSP	0,002838*	1,363***	0,627
14	INCO	0,003888	0,431***	0,038
15	INDF	0,001526	1,104***	0,452
16	INDR	0,00001361	0,661***	0,144
17	INKP	-0,0004127	1,151***	0,350
18	INTP	-0,007699	0,563***	0,169
19	ISAT	0,0007131	0,683***	0,250
20	KLBF	0,008239	1,166***	0,101
21	LPBN	-0,001347	0,819***	0,086
22	LPLI	0,001758	1,232***	0,160
23	LPPS	0,003345	1,524***	0,146
24	LSIP	-0,002015	0,641***	0,143
25	MEDC	0,004182	0,867***	0,158
26	MLIA	0,001208	1,056***	0,189
27	MPPA	0,006647*	1,078***	0,198
28	MYOR	0,002743	1,163***	0,198
29	MYRX	0,007738	1,414***	0,046
30	PNBN	0,002372	1,348***	0,175
31	POLY	-0,002705	0,684***	0,135
32	RALS	0,003659	0,836***	0,226
33	SMCB	0,003378	0,887***	0,069
34	SMGR	0,0002115	0,744***	0,250
35	TINS	-0,001253	0,683***	0,230
36	TKIM	-0,001013	1,043***	0,367
37	TLKM	-0,0001856	1,133***	0,534
38	UNSP	-0,0001817	0,590***	0,162

Sumber : Data Sekunder, diolah

Keterangan :

* signifikan pada tingkat kepercayaan 10%

** signifikan pada tingkat kepercayaan 5%

*** signifikan pada tingkat kepercayaan 1%

5.3. Uji Beda *Return* IHSG dan *Return* LQ45

Uji beda *return* IHSG dan *return* LQ45 dilakukan untuk menyimpulkan hipotesis ketiga. Dari hasil uji beda *return* IHSG dengan *return* LQ45 dapat dilihat bahwa nilai t statistik sebesar 0,086833473 apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas (df) sebesar 492 pada tingkat kepercayaan 5% yang hasilnya sebesar 1,645, ternyata lebih kecil. Hal ini berarti nilai t statistik dari uji beda *return* tersebut tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. H_0 yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* IHSG dengan *return* LQ45 diterima, sementara H_a yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* IHSG dengan *return* LQ45 ditolak. Nilai rata-rata *return* LQ45 sebesar 0,002210813 ternyata lebih kecil daripada *return* IHSG sebesar 0,002397335, sementara *variance* dari *return* LQ45 sebesar 0,000639162 lebih besar dari *variance* IHSG sebesar 0,000500512. Pada Tabel 5.3. berikut ini dapat dilihat hasil uji beda *return*.

Tabel 5.3.
Hasil Uji Beda *Return* IHSG dan *Return* LQ45

Keterangan	<i>Return</i> LQ45	<i>Return</i> IHSG
Mean	0,002210813	0,002397335
Variance	0,000639162	0,000500512

Sumber : Data Sekunder, diolah
Nilai t statistik adalah sebesar 0,086833473
Nilai t tabel dengan tingkat kepercayaan 5% adalah sebesar 1,645

5.4. Uji Beda Koefisien Beta IHSG dan Koefisien Beta LQ45

Uji beda koefisien beta IHSG dan koefisien beta LQ45 dilakukan untuk menyimpulkan hipotesis ke empat. Nilai rata-rata koefisien beta LQ45 sebesar 0,927976842 ternyata lebih kecil daripada koefisien beta IHSG sebesar 1,094888421, sementara *variance* dari koefisien beta LQ45 sebesar 0,104370042 lebih besar dari koefisien beta IHSG sebesar 0,148557491.

Hasil uji beda koefisien beta IHSG dengan koefisien beta LQ45 dapat dilihat pada nilai *t* statistik. Nilai *t* statistik sebesar -2,045880248 apabila dibandingkan dengan nilai *t* tabel dengan derajat bebas (*df*) sebesar 492 pada tingkat kepercayaan 5% yang hasilnya sebesar 1,645, ternyata lebih besar. Hal ini berarti nilai *t* statistik dari uji beda *return* tersebut signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. H_0 yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara koefisien beta IHSG dengan koefisien beta LQ45 ditolak, sementara H_a yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara koefisien beta IHSG dengan koefisien beta LQ45 diterima. Pada Tabel 5.4. berikut ini dapat dilihat hasil uji beda koefisien beta.

Tabel 5.4.
Hasil Uji Beda Koefisien Beta IHSG dan Koefisien Beta LQ45

Keterangan	Beta LQ45	Beta IHSG
Mean	0,927976842	1,094888421
Variance	0,104370042	0,148557491

Sumber : Data Sekunder, diolah

Nilai *t* statistik adalah sebesar -2,045880248

Nilai *t* tabel dengan tingkat kepercayaan 5% adalah sebesar 1,645

Meskipun tidak terdapat beda yang signifikan antara *return* IHSG dengan *return* LQ45 namun terdapat perbedaan yang signifikan antara koefisien beta IHSG

dengan koefisien beta LQ45, hal ini menunjukkan bahwa indeks LQ45 dengan IHSG tidak dapat saling menggantikan apabila digunakan untuk menghitung resiko sistematis. Indeks LQ45 terdiri dari saham-saham yang aktif yang mencakup 75% kapitalisasi pasar BEJ, sementara IHSG terdiri dari semua saham yang tercatat di BEJ, baik saham yang aktif maupun tidak aktif oleh sebab itu ditemukan perbedaan yang signifikan pada koefisien beta IHSG dan koefisien beta LQ45. H.M. Jogiyanto (1999) menyatakan bahwa beta yang diukur dengan IHSG kemungkinan adalah beta yang bias karena adanya saham-saham yang tidak aktif yang turut dalam perhitungannya. Oleh sebab itu meskipun dalam penelitian ini ditemukan hasil bahwa tidak terdapat beda *return* antara IHSG dan indeks LQ45 namun koefisien beta kedua indeks tersebut berbeda secara signifikan karena beta yang diukur dengan IHSG adalah bias.

Sementara itu guna mengetahui *proxy* pasar yang lebih tepat, dilakukan perbandingan *MAE* (*Mean Absolute Error*) dari IHSG dan indeks LQ45. Dari hasil perhitungan dapat diketahui bahwa MAE IHSG adalah sebesar 0.030863, sementara itu MAE indeks LQ45 adalah sebesar 0.029684. MAE yang semakin kecil menunjukkan bahwa kesalahan prediksinya semakin kecil. Oleh sebab itu indeks LQ45 dipandang lebih baik untuk digunakan sebagai wakil / *proxy* dari pasar saham.

BAB VI

PENUTUP

Pada bab ini akan disajikan kesimpulan dari penelitian yang telah dilakukan, implikasi penelitian dan saran-saran.

6.1. Kesimpulan

Kesimpulan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Dari 38 saham yang terpilih menjadi sampel dari penelitian ini, ternyata semuanya dipengaruhi oleh *return* pasar yang diwakili oleh IHSG secara signifikan pada tingkat kepercayaan 1%. Sama halnya dengan IHSG, 38 saham tersebut juga dipengaruhi oleh *return* LQ45 secara signifikan pada tingkat kepercayaan 1%.
2. Apabila menggunakan *return* IHSG sebagai wakil dari pasar saham maka diperoleh 24 saham yang masuk dalam kategori saham agresif yang artinya apabila saham ini memiliki tingkat kepekaan yang tinggi terhadap pergerakan pasar. Apabila *return* pasar berubah 1% maka saham yang masuk dalam kategori agresif ini akan berubah dengan perubahan lebih besar dari 1%. Sementara itu 14 saham masuk dalam kategori saham defensif yang artinya saham-saham ini kurang peka terhadap pergerakan pasar, akibatnya apabila *return* pasar berubah 1% maka *return* saham ini berubah tapi dengan perubahan kurang dari 1%. Apabila menggunakan indeks LQ45 sebagai wakil pasar maka diperoleh 16 saham yang

masuk dalam kategori agresif dan 21 saham masuk dalam kategori defensif sementara 1 saham yaitu saham Gudang Garam masuk dalam kategori moderat yang artinya berbanding lurus dengan pasar. Saham GGRM memiliki koefisien beta sebesar 1.

3. Hasil uji beda *return* IHSG dengan *return* indeks LQ45 menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* IHSG dengan *return* LQ45. Namun ada beda yang signifikan antara koefisien beta IHSG dan Koefisien beta LQ45. Hal ini disebabkan karena beta IHSG merupakan beta yang bias sebagaimana seperti yang diungkapkan oleh H.M. Jogyanto (1999). Dari hasil perbandingan *MAE* (*Mean Absolute Error*) diperoleh hasil bahwa tingkat kesalahan prediksi dengan menggunakan *return* IHSG memiliki tingkat kesalahan yang lebih besar bila dibandingkan dengan tingkat kesalahan apabila menggunakan *return* indeks LQ45 sebagai *proxy return* pasar.

6.2. Implikasi Penelitian

Penelitian-penelitian mengenai pasar modal yang selama ini telah dilakukan terutama mengenai resiko sistematis saham seringkali menyimpulkan bahwa beta saham merupakan beta yang bias dan tidak mencerminkan kondisi sesungguhnya. Hal ini dapat terjadi karena penggunaan wakil pasar saham yang kurang tepat. Penelitian ini menegaskan bahwa wakil pasar yang dirasakan tepat untuk digunakan sebagai tolok ukur kondisi pasar modal Indonesia adalah indeks LQ 45, indeks harga saham ini memiliki tingkat kesalahan prediksi yang kecil dalam menghitung *return* saham

individu. Dengan kapitalisasi pasar lebih dari 75% yang terdiri dari saham-saham aktif maka masalah adanya pergerakan semu pasar yang disebabkan oleh saham-saham tidur dapat diatasi dengan penggunaan indeks LQ 45.

6.3. Saran

Adapun saran-saran yang dapat diberikan melalui hasil temuan ini adalah sebagai berikut:

1. Investor dalam melihat kondisi pasar dapat menggunakan IHSG atau Indeks LQ45 sebagai tolok ukur pasar. Dalam melihat kondisi pasar saham indeks LQ45 dirasakan dapat mewakili IHSG karena sudah mencakup 75% kapitalisasi pasar, juga karena saham-saham yang digunakan untuk perhitungan LQ45 merupakan saham-saham penggerak bursa. Namun dalam menghitung beta, investor diharapkan lebih menitik beratkan pada penggunaan indeks LQ45 agar tidak salah dalam meramalkan kepekaan suatu saham terhadap pergerakan pasar saham.
2. Penelitian selanjutnya sangat diperlukan untuk mengkaji lebih lanjut hasil penelitian ini. Peneliti yang tertarik di bidang yang sama dapat melakukan pengujian resiko sistematis dengan menggunakan indeks LQ45 sebagai wakil dari pasar saham. Karena diperoleh bukti bahwa pengujian resiko sistematis dengan indeks LQ45 cenderung memiliki tingkat kesalahan prediksi yang relatif kecil bila dibandingkan dengan IHSG.

Daftar Pustaka

- Agus Sartono (1997), *Manajemen Keuangan Edisi 3*, BPFE UGM, Yogyakarta
- Agus Sartono dan Sri Zulaihati (1998), "Rasionalitas Investor Terhadap Pemilihan Saham dan Penentuan Portofolio Optimal dengan Indeks Tunggal Di BEJ," *Kelola*, No 17, Juli.
- Ainun Naim (1997), "Peran Pasar Modal dalam Pembangunan Ekonomi Indonesia," *Kelola*, No. 17, Juli.
- Angelini, P.G. dan Russo Maresca D. (1996), "Sistemyc Risk in The Netting System," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 20
- Ardiyanti Pranarningsih (1991), "Analisis Resiko dan Tingkat Keuntungan Saham di Bursa Efek Jakarta Periode 1990," FE UGM, Yogyakarta
- Bae, Sung C., dan Gregory J. Duvall (1996), "An Empirical Analysis of Market and Industry Factors In Stock Market *Returns* of U.S. Aerospace Industry," *Journal of Financial and Strategic Decision*, Vol. 9, No. 2, Summer 1996
- Basu, Somnath dan Ron Rizzuto (1995), "Pitfall in Using The S&P Bogey for Financial Analysis and Portfolio Management," *Journal of Financial and Strategic Decision*, Vol 8, No. 2 , Fall 1995
- Brown, S.J. dan J.B. Warner (1980), "Measuring Securities Price Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 8
- Bursa Efek Jakarta (1997), *Cetak Biru Pasar Modal Indonesia*, Bursa Efek Jakarta, Jakarta
- Davis, James L., Eugene F. Fama dan Kenneth R. French (1999), "Characteristics, Covariances, and Average *Returns*: 1929 to 1997," *Journal of Finance*, April
- Eduardus Tandelilin dan Algifari (1999), "Pengaruh Hari Perdagangan Terhadap *Return* Saham di Bursa Efek Jakarta," *Makalah Seminar*, Universitas Diponegoro Semarang
- Elton, Edwin J. dan Martin J. Gruber (1995), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis 5th Edition*, John Willey&Sons Inc, New York
- Emory, C. William (1996), *Metode Penelitian Bisnis*, Penerbit Erlangga Jakarta

- Fama, Eugene F. dan French K. (1992), "The Cross-Section of Expected Return," *Journal of Finance*, June
- Fama, Eugene F. dan French K. (1996), "The CAPM is Wanted : Dead or Alive," *Journal of Finance*, December
- Farid Hananto dan Siswanto Sudomo (1998), *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, P.T. Bursa Efek Jakarta, Jakarta
- Gujarati, D.N. (1995), *Basic Econometric*, 3rd Edition; McGraw Hill, Inc.
- Ipandia Ridjani Noer (1993), "Aplikasi CAPM : Studi Kasus BEJ," FE UGM, Yogyakarta
- Jagannathan, Ravi dan Zhenyu Wang (1996), "The Conditional CAPM and The Cross Section of Expected Return," *Journal of Finance*, March
- Jogiyanto HM.(1994), *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*, BPFE UGM, Yogyakarta
- Jogiyanto HM dan Surianto (1999), "Bias di Beta Sekuritas dan Koreksinya Untuk Pasar Modal Yang Sedang Berkembang : Bukti Empiris di Bursa Efek Jakarta," *Makalah Seminar*, Universitas Diponegoro Semarang
- Johnson R., S. Kusnadi dan L. Soenen (1995), "CAPM and the JSX," *Jurnal Prasetya Mulya*, Vol III, No. 5 Nopember 1995
- Kadarisman (1996), "Bank Indonesia dan BAPEPAM Sebagai Regulator Pasar Uang dan Psar Modal," *Pengembangan Perbankan*, Juli-Agustus
- Kandel, Shmuel and Robert F. Stambaugh (1995), "Portfolio Inefficiency and The Cross-Section of Expected Return," *Journal of Finance*; Vol 1, No.1, March
- Kaul Gultam (1990), "Monetary Regimes and The Relation Between Stock Returns and Inflationary Expectation," *Journal of Financial and Quantitatives Analysis*, Vol. 25, No. 3, September.
- Krueger, Thomas M. dan Mohammad H. Rahbar (1995), "Explanation of Industry Returns Using The Variable Beta Model and Lagged Variable Beta Model," *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 8 No. 2.
- Mac Donald, Ronald (1994), "Stock Prices and Excessive Volatility : Some Evidence for The FT Ordinary Share Index," *Journal of Business Finance and Accounting*, January

- McKenzie, Michael D., Robert D. Brooks dan Robert W. Faff (2000), "The Use of Domestic and World Market Indexes in The Estimation of Time-Varying Betas," *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 10.
- Peterngill, Glenn N., Sridhar Sundharam dan Ike Marthur (1995), "The Conditional Relation Between Beta and Returns," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 30, No. 1, March
- Ricky Harsono (1999), "Gerakan Indeks Harga Saham Gabungan dan LQ45," *Makalah Seminar*, Universitas Diponegoro Semarang
- Sekaran, Uma (1992), *Research Methods For Business: Skill-Building Approach*, 2nd Editon, John Wiley & Sons, Inc.
- Sharpe, William F., Gordon, J. Alexander dan V. Bailey (1995), *Investment*, Prentice Hall, New York
- Suad Husnan (1998), *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga, UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- Suad Husnan dan Suwardi Hermanto (1998), "CAPM dan Strategi Portofolio Kajian Kondisi Pasar di BEJ 1997," *Usahawan*, no. 05 Th. XXV VII Mei 1998.
- Van Horne, James C. dan John M. Wachowicz Jr. (1989), *Fundamental of Financial Management 7h Edition*, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey
- Weston, J. Fred dan Thomas E. Copeland (1986), *Manajemen Keuangan 8th Edition*, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Widjanarko H. (1998), "Pengujian CAPM di BEJ dengan Metode Simple Test : Penelitian Pada Bulan Juli 1994-Juni 1997," *Thesis tidak dipublikasikan*, MM UAJY, Yogyakarta
- Wonnacot, Ronald J. & Wonnacot, Thomas H. (1985), *Introductory Statistics*, 4th Edition, John Wiley & Sons, Inc.